

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ-TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Systém stínového bankovníctví v zemích eurozóny
The Shadow Banking System in the Euro Area Countries

Student:	Bc. Petra Velešíková
Vedoucí diplomové práce:	doc. Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.

Ostrava 2015

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra národohospodářská

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Petra Velešíková**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T027 Národní hospodářství
Téma: **Systém stínového bankovníctví v zemích eurozóny**
The Shadow Banking System in the Euro Area Countries

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska stínového bankovníctví
 3. Sekuritizace jako jedna z nejvýznamnějších činností stínového bankovníctví
 4. Vývoj a rozsah stínového bankovníctví v zemích eurozóny
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

BAIG, Suleman and Moorad CHOUDHRY. *The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions*. Hoboken: Wiley, 2013. ISBN 978-0-470-60972-9.
KOTHARI, Vinod and Frank J. FABBOZZI. *Introduction to Securitization*. Hoboken: Wiley, 2008. ISBN 978-0-470-37190-9.
KOTHARI, Vinod. *Securitization: The Financial Instrument of the Future*. Singapore: John Wiley and Sons, 2006. ISBN 0-470-82195-7.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015



doc. Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne: 25. 4. 2015

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Petra Velešíková', is written over a horizontal dotted line.

Bc. Petra Velešíková

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala doc. Ing. Zuzaně Kučerové, Ph.D. za vedení této diplomové práce, za ochotu, cenné rady, připomínky a čas věnovaný konzultacím při vypracování této práce.

Obsah

1	ÚVOD	5
2	TEORETICKÁ VÝCHODISKA STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ.....	7
2.1	VYMEZENÍ POJMU A DEFINICE STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	7
2.2	SUBJEKTY STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	10
2.3	PROPOJENÍ TRADIČNÍHO A STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	12
2.3.1	<i>Sekuritizace</i>	12
2.3.2	<i>Fondy peněžního trhu</i>	13
2.3.3	<i>Repo operace</i>	15
2.3.4	<i>Hedgeové fondy</i>	16
2.4	POTENCIÁLNÍ PŘÍNOSY A RIZIKA STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	17
2.4.1	<i>Přínosy stínového bankovnictví</i>	17
2.4.2	<i>Rizika spojená se stínovým bankovnictvím</i>	18
2.5	REGULACE STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	22
2.6	DÍLČÍ SHRNUÍ KAPITOLY	26
3	SEKURITIZACE JAKO JEDNA Z NEJVÝZNAMNĚJŠÍCH ČINNOSTÍ STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	27
3.1	PŘECHOD OD OTH K OTD MODELU	27
3.2	SEKURITIZACE	29
3.3	TRANCHING	31
3.4	ROZDĚLENÍ STRUKTUROVANÝCH FINANČNÍCH PRODUKTŮ SPOJENÝCH SE SEKURITIZACÍ	32
3.5	PŘÍNOSY PRAMENÍCÍ Z PROCESU SEKURITIZACE.....	35
3.6	RIZIKA PRAMENÍCÍ Z PROCESU SEKURITIZACE.....	36
3.7	SEKURITIZACE V EVROPĚ A V ZEMÍCH EUROZÓNY	38
3.7.1	<i>Sekuritizace v Evropě</i>	38
3.7.2	<i>Sekuritizace v zemích eurozóny</i>	41
3.8	DÍLČÍ SHRNUÍ KAPITOLY	46
4	VÝVOJ A ROZSAH STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ V ZEMÍCH EUROZÓNY	48
4.1	BANKOVNÍ A NEBANKOVNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ V EUROZÓNĚ.....	48
4.2	MĚŘENÍ SYSTÉMU STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	49
4.3	POTENCIÁLNÍ VELIKOST STÍNOVÉHO BANKOVNÍHO SYSTÉMU – ODHAD NA ZÁKLADĚ CELKOVÝCH AKTIV.....	50
4.3.1	<i>Eurozóna</i>	50
4.3.2	<i>Jednotlivé země eurozóny</i>	54
4.4	POTENCIÁLNÍ VELIKOST STÍNOVÉHO BANKOVNÍHO SYSTÉMU – ODHAD NA ZÁKLADĚ OBJEMU CELKOVÝCH POSKYTNUTÝCH ÚVĚRŮ PROSTŘEDNICTVÍM OFI	58
4.4.1	<i>Eurozóna</i>	58
4.4.2	<i>Jednotlivé země eurozóny</i>	60

4.5	PROPOJENÍ MEZI TRADIČNÍM A STÍNOVÝM BANKOVNÍM SYSTÉMEM.....	62
4.5.1	Úvěry.....	62
4.5.2	Vklady.....	64
4.6	DÍLČÍ SHRNUÍ KAPITOLY	66
5	ZÁVĚR	68
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	72
	SEZNAM ZKRATEK	78
	SEZNAM PŘÍLOH	82
	PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE	
	SEZNAM PŘÍLOH	

1 Úvod

Stínové bankovnínictví se v posledních letech stalo velmi často diskutovaným pojmem a toto téma se dostalo do popředí zájmu mnoha finančních autorit po celém světě. Stínové bankovnínictví je poměrně novodobý fenomén a jedná se o jev, který může nabývat různých forem a vyskytuje se jak ve vyspělých ekonomikách, tak v rozvíjejících se zemích. Termín stínové bankovnínictví poprvé použil Paul McCulley v roce 2007 a vznik tohoto termínu odráží uvědomění si rostoucího významu aktivit a subjektů, jež jsou strukturovány mimo tradiční bankovní systém, ale které provozují činnosti běžné pro tradiční banky. Stínový bankovní systém sehraává v podstatě roli konkurenta tradičních bank, a to hlavně v úloze poskytování úvěrů. Zásadním rozdílem mezi tradičními bankami a subjekty stínového bankovnínictví spočívá v tom, že stínové subjekty nepodléhají stejnému dohledu a regulaci tak, jako tradiční banky.

Nedostatečný dohled a regulace se jako největší slabina stínového bankovního systému naplno projevila v souvislosti s nedávnou světovou finanční krizí z roku 2009, v jejímž centru stály právě finanční služby. Větší debata na téma stínové bankovnínictví byla tedy rozpoutána až v kontextu nedávné světové finanční krize a od té doby se mnoho finančních autorit po celém světě snaží pro účely úspěšné budoucí regulace a dohledu nad tímto odvětvím vymezit a identifikovat všechny subjekty a činnosti stínového bankovního systému, což se ukázalo jako obtížný úkol, jelikož díky neustálému vývoji finančního trhu se subjekty a činnosti stínového bankovnínictví mohou velice rychle vyvíjet a měnit. Důležitý je také fakt, že stínový bankovní systém neleží mimo bankovní systém, ale tradiční a stínové bankovnínictví se vzájemně překrývají a spolu dohromady tvoří jeden finanční systém, kdy v mnoha případech je velice obtížné identifikovat přesnou hranici mezi nimi.

Cílem této diplomové práce je zhodnotit velikost stínového bankovního systému v eurozóně jako celku a následně v jednotlivých členských zemích eurozóny. Velikost stínového bankovního systému je v této práci odhadována na základě objemu aktiv stínového bankovního systému a také na základě objemu úvěrů zprostředkovaných stínovým bankovním systémem. Objem aktiv a úvěrů stínového bankovního systému je následně porovnáván s objemem aktiv a úvěrů tradičního bankovního systému a vypočítaný podíl je považován za indikátor velikosti stínového bankovního systému jak v případě eurozóny jako celku, tak na úrovni jednotlivých zemí. Pro účely této diplomové práce jsou využity metody deskripce a komparace

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol, kdy je do tohoto členění zahrnut i úvod a závěr. Druhá kapitola je věnována teoretickým východiskům stínového bankovníctví. V druhé kapitole jsou uvedeny definice stínového bankovníctví z pohledů různých autorů a také z pohledu různých institucí a jsou zde teoreticky vymezeny jednotlivé subjekty a činnosti stínového bankovníctví. Pozornost je ve druhé kapitole také zaměřena na propojení mezi tradičním a stínovým bankovníctvím a v závěru druhé kapitoly jsou rozebrány potenciální přínosy a rizika stínového bankovníctví a také jeho regulace.

Stínový bankovní systém se zformuloval na pozadí sekuritizace, a proto je této problematice věnována celá třetí kapitola práce. V kapitole je popsán proces sekuritizace a její účastníci a jsou zde blíže vymezeny strukturované finanční produkty, které vznikají díky sekuritizaci. Dále jsou zde zmíněny přínosy a rizika spojená s tímto procesem. Závěr třetí kapitoly je zaměřen na vývoj sekuritizace na území Evropy.

Ve čtvrté kapitole je již pozornost zaměřena na velikost stínového bankovního systému v eurozóně a v jednotlivých zemích eurozóny. Nejdříve je v kapitole sledován vývoj objemu aktiv stínového bankovního systému a porovnáván s vývojem aktiv tradičního bankovního systému, kdy podíl aktiv stínového a tradičního bankovního systému je považován jako první indikátor velikosti stínového bankovníctví. Tento podíl je sledován nejdříve v eurozóně jako celku a následně na úrovni jednotlivých zemí. Následně je sledován vývoj objemu poskytnutých úvěrů prostřednictvím stínového a tradičního bankovního systému a podíl úvěrů poskytnutých stínovým bankovním systémem na úvěrech poskytnutých tradičním bankovním systémem je považován jako druhý indikátor velikosti stínového bankovního systému, opět nejdříve na úrovni eurozóny a následně na úrovni jednotlivých zemí. V závěru čtvrté kapitoly je nastíněno propojení mezi stínovým a tradičním bankovním systémem.

2 Teoretická východiska stínového bankovníctví

Následující kapitola je zaměřena na vymezení samotného pojmu stínové bankovníctví. V kapitole jsou uvedeny definice stínového bankovníctví z pohledu různých autorů a institucí, jako je např. Rada pro finanční stabilitu (Financial Stability Board, FSB) či Mezinárodní finanční institut (Institute of International Finance, IIF). Dále jsou zde vymezeny a popsány subjekty stínového bankovníctví. V kapitole je vysvětleno propojení tradičního a stínového bankovníctví a v neposlední řadě jsou v kapitole popsány potenciální přínosy a hrozby stínového bankovníctví a probíhající regulační snahy systému stínového bankovníctví.

2.1 Vymezení pojmu a definice stínového bankovníctví

FSB (2011a) uvádí, že stínové bankovníctví je univerzálním jevem, který může nabývat různých forem a vyskytuje se jak ve vyspělých ekonomikách, tak i v rozvíjejících se zemích, kde se finanční trhy teprve vyvíjejí. V posledních letech se stínové bankovníctví stalo velmi často diskutovaným pojmem a toto téma se dostalo do popředí zájmu mnoha finančních autorit po celém světě. Větší debatu o stínovém bankovníctví rozpoutala až světová finanční a ekonomická krize z roku 2008, v jejímž centru stály právě finanční služby. Vznik termínu stínové bankovníctví odráží uvědomění si rostoucího významu aktivit a subjektů, jejichž aktivity jsou strukturovány mimo tradiční bankovní systém, ale které provozují činnosti běžné pro tradiční banky. Jedná se zejména o poskytování úvěrů. FSB (2011a) uvádí, že jelikož tyto stínové subjekty vykonávají podobné činnosti jako tradiční banky, se tak vlastně stávají jejich konkurenty. Zásadní rozdíl je v tom, že subjekty stínového bankovníctví nepodléhají stejnému dohledu a regulaci tak, jako tradiční bankovní systém. Jak uvádí Pozsar et al. (2012) a Evropská komise (2012), subjekty stínového bankovníctví nemohou žádat o podporu centrální banky, ani využívat ochranných opatření, jako např. pojištění vkladů. Jedná se tedy o úvěrové zprostředkovatele, kteří stojí mimo tradiční bankovní systém.

Podle FSB (2011a) to byla právě světová finanční krize, která odhalila nedostatečnou regulaci a dohled v oblasti nebankovní úvěrové činnosti – tedy v oblasti, do které spadají aktivity a subjekty stínového bankovníctví. Nedostatečný dohled a regulace v tomto odvětví se tak stal jedním z významných zdrojů nestability celého světového finančního systému a výrazně se podílel na ochromení světového trhu s úvěry.

Dle Kabelíka (2014) se většina autorů a institucí zabývajících se touto problematikou shodují na tom, že celková a všeobecně akceptovaná definice systému stínového bankovníctví prozatím neexistuje. Konsistentní a systematický popis tohoto pojmu má ale zásadní význam, má-li být v budoucnu stínový sektor bankovníctví efektivně regulován a monitorován, musí se definice přesně dotýkat vymezených entit a aktivit.

Jak uvádí Gandhi (2014), termín stínové bankovníctví použil jako první ekonom Paul McCulley ve svém projevu v srpnu roku 2007 u příležitosti ročního finančního sympozia pořádaného kansaskou Federální rezervní bankou. Termín stínové bankovníctví použil McCulley ve svém proslovu v souvislosti s americkými nebankovními finančními institucemi, které provozují transformaci splatnosti, tedy používají krátkodobých vkladů k financování dlouhodobých úvěrů.

FSB, která je považována za koordinátora diskuze o stínovém bankovníctví, ve své zprávě z října roku 2011 představila následující obecnou definici stínového bankovníctví: „*Systém zprostředkování úvěrů, který zahrnuje entity a aktivity mimo řádný bankovní systém*“ (FSB 2011a, s. 1). Na základě této definice je rozdělen systém stínového bankovníctví do dvou vzájemně propojených pilířů. První pilíř stojí na subjektech působících mimo tradiční bankovní systém, které svou činností zvyšují systémové riziko. Pozornost by tak měla být podle FSB (2011a) zaměřena na identifikaci široké sítě všech nebankovních úvěrových zprostředkovatelů, kteří jsou zapojeni do některé z následujících činností:

- přijímání finančních prostředků, které mají vlastnosti vkladů;
- transformace splatnosti (k investování do dlouhodobých aktiv se využívají krátkodobé zdroje);
- transformace likvidity (koupě nelikvidních aktiv se financuje vysoce likvidními závazky);
- převádění úvěrového rizika bank na jiné subjekty;
- provádění regulatorní arbitráže¹;
- využívání přímého nebo nepřímého finančního pákového efektu².

¹ *Regulatorní arbitráž* je podle Kislíngerové (2005) označení pro případ, kdy banka či jiné instituce těží z mezer v regulaci za účelem obejít či se vyhnout nepříznivým prvkům dané regulace. Tradiční banky tak mohou využít operací stínového bankovníctví s cílem vyhnout se regulaci a dohledu uplatňovaného právě na tyto tradiční banky.

Druhý pilíř stojí dle Evropské komise (2012) a FSB (2011a) na činnostech, které by mohly představovat významné zdroje financování nebankovních subjektů. Mezi tyto činnosti je zahrnována sekuritizace, repo operace a půjčování cenných papírů.

Systém stínového bankovníctví může být podle FSB (2011a) složen z jednoho subjektu, který zprostředkovává úvěry mezi věřitelem a dlužníkem, nebo častěji může tento systém zahrnovat více subjektů, které spolu tvoří celý řetězec úvěrových zprostředkovatelů. Ve druhém případě může být jeden nebo více subjektů zahrnutých v řetězci banka nebo bankou vlastněný subjekt. Mohou tedy vznikat různá propojení mezi bankami a nebankovními subjekty, což může zvyšovat systémové riziko v ekonomice. Jak uvádí Pozsar et al. (2012), stínové bankovníctví ve vyspělých ekonomikách v sobě zahrnuje mnoho úvěrových zprostředkovatelů a v celém systému existují složité vazby a propojení mezi tradičními bankami a subjekty stínového bankovníctví. Oproti tomu systém stínového bankovníctví vyskytující se na rozvíjejících se finančních trzích je charakteristický podstatně jednodušší strukturou a vazbami.

Definice FSB může být dle Kabelíka (2014) zavádějící, protože nepokrývá systém stínového bankovníctví v celé jeho šířce. Definice je příliš nejednoznačná, protože má-li být stínové bankovníctví podřízeno jistým pravidlům, musí být tento pojem přesně vymezen. Zde ale vyvstává zásadní problém, jelikož rozsah světových národních regulací stínového i tradičního bankovníctví se liší, stejně tak jako definice samotných pojmů. Na tomto místě je vhodné upozornit na fakt, že definice FSB představuje pouze prozatímní vymezení pojmu a slouží především k vyvolání diskuze nad tímto tématem. Vedle definice stínového bankovníctví podle FSB existují i další, více či méně přesné definice.

Pozsar et al. (2012, s. 1) definuje systém stínového bankovníctví jako: „*sít specializovaných finančních institucí, které zprostředkovávají přesun finančních prostředků pomocí sekuritizace a technik zajištěného financování.*“ Podle Pozsara et al. (2012) systém stínového bankovníctví poskytuje úvěry skrze sekuritizaci a techniky zajištěného financování, jako jsou komerční cenné papíry zajištěné aktivy (Asset Backed Commercial Paper, ABCP), cenné papíry zajištěné aktivy (Asset Backed Security, ABS), zajištěné dluhové obligace (Collateralized Debt Obligation, CDO) a dohody o zpětném odkupu, tzv. repo operace. Tyto cenné papíry jsou používány specializovanými subjekty

² *Finanční pákový efekt (leverage)* je podle Kislíngerové (2005) označení pro použití malého objemu vlastního kapitálu, který je doplněn podstatně větším objemem kapitálu cizího k financování investic. Toto může maximalizovat zisk, ale může způsobit i velkou ztrátu.

stínového bankovníctví, které jsou provázány do vzájemného řetězce. Stínové bankovníctví spočívá v systému úvěrových sprostředkovatelů, kdy tento systém nepodléhá přímým či explicitním oficiálním zárukám a jako takový vytváří pro finanční sektor systémové riziko. V tomto systému vystupují primárně tržně financované instituce, které se soustřeďují kolem úvěrů založených na sekuritizaci. Na rozdíl od klasických bank, které jsou financovány vklady střadatelů a založené na držení aktiv do data splatnosti.

Další možnou definici stínového bankovníctví přináší IIF. Dle IIF (2012, s. 12): „*se stínové bankovníctví v některých případech účastní nových forem nebankovní spolupráce mezi finančním systémem a reálnou ekonomikou obsahující mnohem složitější propojení uvnitř samotného finančního systému, který zahrnuje bankovní i nebankovní instituce.*“ Přístup IIF klade velký důraz na systémové riziko. IIF (2012) na stínové bankovníctví nahlíží jako na institucionální úvěrové zprostředkovatele, kteří na rozdíl od tradičních bank nepřijímají vklady, ale vykonávají transformace data splatnosti likvidity a úvěrového rizika způsobem, který představuje systémové riziko pro finanční systém jako takový. IIF projevila určité pochybnosti ohledně nezbytnosti samotné definice stínového bankovníctví. Dle názoru IIF (2012) by mělo být primární oblastí zájmu systémové riziko kvůli jeho negativním dopadům na reálnou ekonomiku. Vyjadřuje tedy názor, že by měly být podrobeny analýze všechny subjekty, které zprostředkovávají úvěry, nebo se jinak zapojují do úvěrových řetězců bez ohledu na obsah potenciální definice termínu stínové bankovníctví.

2.2 Subjekty stínového bankovníctví

Evropská komise (2012) v zelené knize stínového bankovníctví vytvořila obecný seznam možných subjektů a činností, které mají podle ní spadat pod definici FSB a na které se v současnosti vztahují i analýzy vytvářené Evropskou komisí. Je nutno říci, že se také nejedná o vyčerpávající výčet, protože subjekty a činnosti stínového bankovníctví se mohou rychle vyvíjet a měnit. Subjekty stínového bankovníctví a jejich činnosti mohou podle Evropské komise (2012) zahrnovat:

- speciální účelové jednotky (Special Purpose Entities, SPE³) a speciální účelové firmy (Special Purpose Vehicles, SPV) provádějící transformaci likvidity nebo

³ SPE a SPV jsou podle BIS (2009) zakládány za specifickým účelem, obvykle se jedná o nákup konkrétního typu půjček, které se následně za účelem eliminace zisku zabalí – proběhne tzv. pooling a prodají se dále. Jedná se např. o leasingové společnosti, nebo společnosti určené k emisi cenných papírů. SPE či SPV zakládají zejména velké banky, finanční instituce, investiční banky nebo pojišťovny. Označení SPE je rozšířeno převážně v USA a v evropských zemích jsou tyto společnosti označovány jako SPV.

splatnosti, jedná se např. o sekuritizační jednotky jako jsou přidružené subjekty vykazované mimo rozvahu (tzv. conduits), obsahující ABCP;

- zvláštní investiční jednotky (Special Investment Vehicles, SIV⁴);
- fondy peněžního trhu a další typy investičních fondů a produktů, které mají vlastnosti podobné bankovním vkladům, což je činí zranitelnými vůči mohutnému výběru hotovosti (tzv. runům);
- investiční fondy, včetně fondů obchodovaných na burze, které poskytují úvěry nebo využívají pákového efektu;
- finanční společnosti a subjekty cenných papírů, které poskytují úvěr nebo úvěrové záruky nebo provádějí transformaci likvidity/splatnosti, aniž by byly regulovány jako banky a
- pojišťovny a zajišťovny vydávající nebo zaručující úvěrové produkty.

Evropská komise (2012) pak mezi činnosti stínového bankovníctví řadí:

- sekuritizaci;
- půjčování cenných papírů a
- repo obchody.

Muller et al. (2012) označuje subjekty stínového bankovníctví obecně jako tzv. nebankovní finanční instituce (Non Bank Financial Institutions , NBFI). NBFI v sobě zahrnují tzv. ostatní finanční zprostředkovatelé (Other Financial Intermediaries, OFI), pojišťovny a penzijní fondy. Ostatní finanční zprostředkovatelé (OFI) jsou definováni podle Mullera et al. (2012, s. 4) jako: *„Všechny finanční instituce a quasi finanční instituce, které se převážně zabývají finančním zprostředkováním zahrnujícím závazky v jiné formě než je měna, vklady nebo blízké substituty vkladů od institucionálních jednotek jiných, než měnových finančních institucí, nebo institucí zabývajících se pojištěním.“*

Podle Mullera et al. (2012) se OFI skládají z následujících institucí:

- finanční instituce zabývající se sekuritizací aktiv;
- obchodníci s cennými papíry a deriváty, kteří pracují na vlastní účet;
- NBFIs poskytující úvěry;
- protistrany provádějící vypořádání obchodů;

⁴ SIV jsou mimobilanční společnosti, které jsou zakládány především bankami za účelem sekuritizace (BIS, 2009).

- specializované finanční instituce, např. instituce poskytující rizikový kapitál a hedgeové fondy.

Pojišťovací instituce a penzijní fondy definuje Muller et al. (2012, s. 4) jako: „*Všechny finanční instituce a kvazi-instituce, které se převážně zabývají finančním zprostředkováním, v jehož důsledku dochází k hromadění rizik.*“

2.3 Propojení tradičního a stínového bankovníctví

Kabelík (2014) a Muller et al. (2012) se domnívají, že stínové bankovníctví neleží mimo bankovní systém, ale že tradiční a stínové bankovníctví se překrývají a spolu dohromady tvoří jeden finanční systém. Je velmi obtížné přesně vymezit hranici, která rozděluje tyto dva systémy a jak uvádí Kabelík (2014), pokus o detailní a přesnou definici je z podstaty věci umělý a výsledek téměř nepoužitelný. K porozumění propojenosti těchto dvou systémů je důležité vzít v potaz, že tradiční systém ovlivňuje systém stínový a opačně. Propojenost tradičního a stínového bankovníctví bude názorně ukázána na následujících čtyřech příkladech. Tyto příklady představují oblasti, kolem nichž se stínové bankovníctví původně zformulovalo. Jedná se o sekuritizaci, fondy peněžního trhu, repo operace a činnost hedgeových fondů.

2.3.1 Sekuritizace

Subjekty působící na finančním trhu musí čelit mnoha různým rizikům. Tato rizika mohou ovlivňovat rozhodování účastníků a vyvolávat nejistotu na finančních trzích. Typickým rizikem je riziko úvěrové (kreditní), které představuje hrozbu ztrát z nesplacených závazků smluvních protistran, tedy např. nesplacení úvěru dlužníkem. Tržní účastníci se pokouší toto riziko co nejvíce eliminovat a jedním z možných způsobů je převod tohoto rizika na jiné subjekty skrze moderní finanční instrumenty. Tento proces se nazývá sekuritizace. Stínové bankovníctví se podle Kabelíka (2014) zformovalo právě kolem sekuritizace a jeho segmenty se začaly specializovat na určité typy cenných papírů. Rejnuš (2014, s. 665) uvádí, že: „*sekuritizací se rozumí balení vybraných aktiv (tvořených různými pohledávkami) do tzv. „balíků“ (jedná se o tzv. „pooling“), a jejich následný prodej investorům formou „Asset bucket securities“ [ABS], které jsou těmito aktivy zajištěny.*“ Rejnuš (2014) tvrdí, že prodejem těchto balíků prostřednictvím např. SPE či SPV investorům získá původní věřitel, zpravidla se jedná o banku, peníze bez toho, aby musel čekat na splátku pohledávek od dlužníků. Tímto se současně zbavuje rizika

možného nesplacení pohledávek. Investor za to získá ve srovnání se standardními dluhopisy o něco vyšší výnos.

Pro banku se tedy podle Kabelíka (2014) jeví jako výhodnější úvěr prodat např. investičnímu fondu, nebo SPV za současnou hodnotu budoucího hotovostního toku, který plyne z daných půjček. Díky tomu se banka zbaví rizika obsaženého v půjčce a navíc obdrží hotovost a nadále již nevykazuje půjčku ve své účetní bilanci. Fondy nebo SPV následně nakupují různé půjčky s různými riziky a vytvářejí z nich další balíčky. Tímto zabalením konkrétních druhů půjček lze upravovat rizikovou strukturu vzniklých finančních balíčků, což přispívá k minimalizaci rizika, či obecně k uspokojení poptávky investorů po konkrétní risk-výnos struktuře. Tyto subjekty tak vydávají aktiva kryté cennými papíry – již výše zmíněné ABS, jejichž ceny se odvíjí od podkladových aktiv. Vlastníkovi takovýchto cenných papírů náleží dividendy ze splátek podkladových úvěrů. Tyto cenné papíry lze dále balit a tvořit nové, často již velmi komplikované cenné papíry.

Jak uvádí Rejnuš (2014), ABS jsou vysoce likvidní a tím pádem se rychle šíří a tvoří velmi hustou síť, která spojuje tradiční a stínový sektor. Proto dojde-li k situaci, kdy např. dlužník není schopen splácet své závazky, investoři zastaví obchod s cennými papíry a díky propojenosti obou sektorů tato situace vyvolá pokles likvidity v celém finančním systému. Tato situace může vyústit až v úvěrovou krizi s nepříznivými dopady na reálnou ekonomiku, jak se tomu stalo během poslední globální finanční krize.

Z výše uvedeného textu tedy plyne, že tento proces využívají jak klasické banky, tak nebankovní finanční instituce. Proto, jak uvádí Kabelík (2014), nelze sekuritizaci jako takovou kategorizovat výhradně jako činnosti stínového bankovníctví. Záleží na míře, s jakou se tato praxe v jednotlivých bankách používá a na míře výsledného rizika.

Samotné sekuritizaci a zprostředkování úvěrů v systému stínového bankovníctví bude z důvodu obsáhlosti a složitosti této problematiky věnována celé třetí kapitola.

2.3.2 Fondy peněžního trhu

Problematikou fondů peněžního trhu a se zabývá Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (The International Organization of Securities Commissions, IOSCO). Podle IOSCO (2012) jsou fondy peněžního trhu (Money Market Funds, MMF) v obecné podobě nebankovními institucemi. Jedná se o otevřené investiční fondy, které investují do různých finančních instrumentů peněžního trhu. Jejich cílem je uchování kapitálu investorů a jeho denní likvidity, kdy tohoto cíle dosahují investicemi do

diversifikovaného portfolia instrumentů. Z pravidla se jedná o obchodní cenné papíry, pokladniční poukázky, depozitní certifikáty a dohody o zpětném odkupu. Na rozdíl od bank nejsou oprávněny subjektům zřizovat běžné účty, ani zajišťovat platební styk.

Kabelík (2014) tvrdí, že tyto fondy peněžního trhu jsou propojeny s reálnou ekonomikou hned na několika úrovních. V první řadě fondy investují do vysoce kvalitních, krátkodobých dluhopisů, jako jsou např. vládní dluhopisy. MMF tedy vystupují jako důležitý zdroj krátkodobého financování pro finanční instituce, podniky i vlády.

Dalším příkladem propojení MMF a tradičního bankovníctví je jak uvádí Kabelík (2014) situace, kdy tradiční banky investují do těchto fondů peněžního trhu. V podstatě to znamená, že banky tímto způsobem podporují a garantují investované prostředky. Tato situace může pro banky představovat velké riziko. MMF v případě poklesu hodnoty aktiv spoléhají na pomoc od bank. Banky tedy mohou poskytnout MMF podporu, aby se vyrovnal pokles hodnoty aktiv. Podle European Commission (2013) banky tuto pomoc fondům poskytují většinou z obavy, aby se případné problémy fondu nepřenesly na činnost banky a aby předešly riziku přenesení paniky na klienty banky. Snaží se tak předcházet jak špatné pověsti, tak v případě paniky věřitelů možnému úpadku banky.

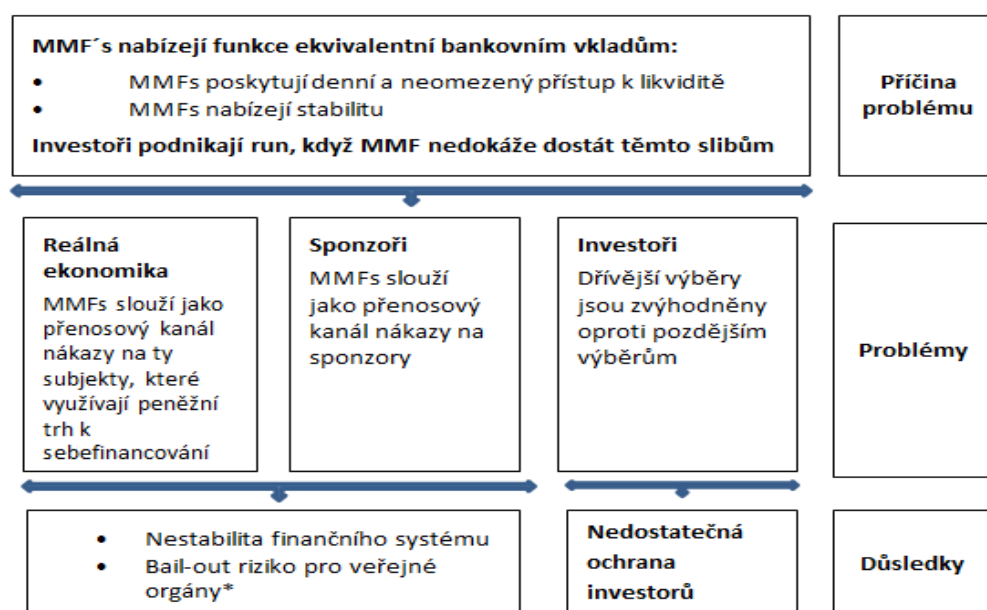
Dle European Commission (2013) jsou MMF v neposlední řadě využívány investory jako externí správci hotovosti. Z pohledu investorů je efektivnější uložit své finanční prostředky do fondů, než uložit tyto prostředky do tradičních bank. Fondy peněžního trhu představují pohodlný nástroj pro investory, protože nabízejí analogickou funkci jako bankovní vklady, tedy okamžitý přístup k likviditě, vykazují velkou stabilitu a garanci vydání finančních prostředků na požádání.

Ve skutečnosti nejsou MMF nic víc než klasické investiční fondy, které podstupují rizika spojená s investicemi. Proto, když dojde k situaci, kdy ceny aktiv, do nichž fondy peněžního trhu investovaly, začnou klesat (a to zvláště během stresových situací na finančním trhu), MMF nemohou vždy dostát svému slibu okamžitého vydání prostředků a udržení stabilní hodnoty akcií vydaných MMF investorům. Některé fondy mohou být sice schopny podpořit hodnotu akcií pomocí garance bank, ale ne vždy mají banky dostatek kapitálu na podporu MMF. Nevýhodou tedy je, že jakmile investoři začnou pociťovat riziko, že fondy peněžního trhu mohou selhat v dostání slibu udržení stabilní hodnoty a zpětného odkupu na požádání, začnou své prostředky okamžitě ve velkém z fondů vybírat a dochází tak k tzv. runům, tj. k masivním současně prováděným výběrům ze strany

investorů. Šíření rizika při runnu na fondy peněžního trhu, příčiny problému, přenosové kanály nákazy mezi MMF, reálnou ekonomikou a investory a následné důsledky runnu na MMF jsou znázorněny v Obr. 2.1.

Podle European Commission (2013) jsou MMF úzce propojeny s bankovními, firemními a vládními institucemi. Tento fakt, a také to, že nepodléhají stejně přísné regulaci a dohledu jako subjekty tradičního bankovníctví, zvyšuje systémové riziko ve finančním sektoru. Proto jsou MMF řazeny do oblasti, ve které se formují aktivity stínového bankovníctví.

Obr. 2.1 Schéma šíření rizika při runnu na fondy peněžního trhu



* Bail-out - výraz pro poskytování finanční podpory (buď formou přímé finanční injekce, nebo odpuštěním části závazku) společností, které čelí vážným finančním problémům nebo bankrotu

Zdroj: European Commission (2013), vlastní úprava.

2.3.3 Repo operace

Za repo operace se považuje poskytnutí úvěru se zajišťovacím převodem cenných papírů. Repo operace bývají realizovány obchody sestávající se ze dvou navzájem opačných transakcí, které mají formu dohod o zpětném odkoupení. Jak uvádí Rejnuš (2014, s. 85): „Z jejich podstaty vyplývá, že je lze považovat buď za „koupi cenných papírů a jejich následný zpětný prodej“, nebo z pohledu druhé strany za „přijetí úvěru se zajišťovacím převodem cenných papírů“. Vždy se však jedná pouze o dočasnou výměnu cenných papírů za peněžní hotovost se závazkem je odkoupit v budoucnu zpět za částku, rovnající se původně poskytnuté hotovosti zvýšené o sjednaný úrok.“ Dlužník si tedy dle

Rejnuše (2014) od věřitele půjčuje hotovost za cenu, která je rovna rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou aktiva, které je použito jako záruka. Jako záruka mohou být použity např. vládní dluhopisy, cenné papíry nebo cenné papíry kryté aktivy.

Dle FSB (2012a) podkladová aktiva tedy fungují jako zajištění repo operace, ale věřitel nemá povinnost je po celou dobu držet. Může je dále prodávat třetím stranám, nebo je využít jako zajištění pro další repo operace, ve kterých by nyní vystupoval jako dlužník. Díky této vlastnosti podkladových aktiv si může věřitel kompenzovat ztrátu vzniklou v důsledku úpadku dlužníka, nebo se sám refinancovat v případě problémů s vlastní likviditou. Tato možnost ovšem vede k hromadění pávkového efektu a tím pádem i ke zvyšování systémového rizika. Jak uvádí Bakk-Simon (2012), repo operace představují důležitý zdroj krátkodobého financování a jsou alternativou například k nezajištěným půjčkám nebo vydávání krátkodobých cenných papírů.

Problém podle Kabelíka (2014) a FSB (2012a) ale vzniká v okamžiku, kdy dlužníci přestávají být schopni vykoupit zpět záruku a pokles ceny těchto aktiv způsobuje ztrátu věřiteli. Jelikož věřitel může použít přijatou záruku jako zajištění poskytované v další repo operaci, hromadí se ztráty napříč úvěrovým řetězcem, do kterého jsou zapojeny jak tradiční banky, tak i instituce stínového bankovníctví. Tato situace pak může vyústit až v hluboký pokles likvidity v celém finančním systému.

2.3.4 Hedgeové fondy

Mezi jednu z velkých organizací, zabývajících se mimo jiné i problematikou hedgeových fondů patří americká komise pro cenné papíry (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC). Dle SEC (2013) a Jílka (2006) jsou hedgeové fondy, někdy také označovány jako fondy kvalifikovaných investorů, speciální investiční fondy, které nepodléhají téměř žádné regulaci. Tyto fondy sice shromažďují peněžní prostředky, nebo případně i jiná penězi ocenitelná aktiva, nikoliv však od široké veřejnosti, ale pouze od omezeného počtu tzv. kvalifikovaných investorů za účelem co největšího zhodnocení. Kvalifikovaný investor musí splňovat celou řadu podmínek, musí např. prokázat, že má k dispozici dostatečný objem peněžních prostředků nebo majetku na investování do těchto fondů. Jak uvádí Rejnuš (2004), do těchto fondů nejčastěji investují velké instituce, jako jsou např. banky, pojišťovny, penzijní fondy, obchodníci s cennými papíry a velké firemní společnosti nebo movití a odborně způsobilý jednotlivci.

Název hedgeových fondů je podle Rejnuše (2014) odvozen z anglického slova „hedging“, čili „zajištění“. Tento název však může být zavádějící. Většinou se jedná o vysoce spekulativní fondy, které využívají pákový efekt, krátkodobé financování a další spekulativní investiční praktiky za účelem dosažení co největšího zisku, a to i bez ohledu na aktuální vývoj na finančních trzích a v ekonomice.

Hedgeové fondy dle Rejnuše (2014) investují do různých druhů finančních instrumentů a reálných investičních instrumentů, se kterými se spekuluje po celém světě a které nakládají s investovanými prostředky v souladu s příslušnou strategií fondu. Správcovské poplatky jsou u těchto fondů velmi vysoké. Manažeři pobírají roční poplatek za správu aktiv ve výši přibližně 2 % z obhospodařovaného majetku a podíl ze zisku pro správce fondu činí obvykle až 20 %. Přestože jsou správní poplatky u těchto fondů velmi vysoké a přesto, že ve většině zemí je investování povoleno pouze kvalifikovaným investorům, se celosvětově do investování prostřednictvím hedgeových fondů zapojuje stále více i širší investorská veřejnost.

Jak již bylo uvedeno výše, hedgeové fondy nepodléhají téměř žádné regulaci. FSB (2012b) uvádí, že nejsou povinny uvádět svou výkonnost a podávat veřejné zprávy a manažeři fondů nemusejí být registrováni. Vzhledem k nedostatku transparentnosti jsou tyto fondy velmi náchylné k podvodům a díky propojenosti s tradičními bankami jsou předmětem diskusí ohledně stínového bankovnínictví. Hedgeové fondy jsou spjaty s tradičním bankovním systémem skrze makléřské a obchodní vztahy, a také skrze to, že některé banky zřizují své vlastní hedgeové fondy.

2.4 Potenciální přínosy a rizika stínového bankovnínictví

Stínového bankovnínictví se zformovalo mimo tradiční bankovní systém a jako takové se podílelo na zesílení dopadů nedávné světové finanční krize, nicméně systém stínového bankovnínictví má potenciál zvýšit efektivitu světového finančního systému, stejně tak jako může velmi negativně ovlivnit celý finanční systém a i reálnou ekonomiku.

2.4.1 Přínosy stínového bankovnínictví

Stínové bankovnínictví má řadu potenciálních výhod, díky kterým se tento systém v prvním desetiletí 21. století tak velmi rozšířil. Činnosti stínového bankovnínictví jsou považovány podle Evropské komise (2012) a Ghoshe et al. (2012) za užitečnou součást finančního systému, jelikož plní některé z následujících funkcí:

- poskytují investorům alternativní možnost k bankovním vkladům,

- prostřednictvím větší specializace efektivněji usměrňují zdroje pro specifické potřeby,
- díky decentralizaci přispívají k hospodářské soutěži, což se odráží v nižší ceně úvěrů, nebo přímo podporuje finanční inovace,
- představují alternativní možnost financování pro reálnou ekonomiku, což je obzvláště užitečné v případě dočasného narušení tradičních bankovních nebo tržních kanálů,
- představují zdroj diverzifikace rizika mimo tradiční bankovní systém,
- usnadňují poskytování úvěrů, a to i těm segmentům trhu, které jsou ignorovány ze strany komerčních bank,
- poskytují investorům a bankám celou řadu nástrojů pro řízení likvidity, splatnosti a řízení úvěrového rizika,
- zvyšují efektivitu a likviditu celého finančního systému.

Všeobecně je tedy uznávána i pozitivní úloha stínového bankovníctví. Z předcházejícího výčtu vyplývá, že potenciální přínosy stínové bankovníctví jsou mnohé. Kabelík (2014) tvrdí, že efektivního využití těchto výhod lze dosáhnout pouze tehdy, bude-li zvolena vhodná struktura systému stínového bankovníctví, bude-li docházet k adekvátnímu ocenění rizika, které je přítomno jak v samotných cenných papírech, tak v jejich transformacích, a to vše při dodržení podmínky transparentnosti produktů a dostatečné regulaci a dohledu zúčastněných institucí. Pokud nebudou tyto podmínky dodrženy, převládnu rizika spojená se stínovým bankovníctvím, což může mít velmi závažný dopad na celý finanční systém.

2.4.2 Rizika spojená se stínovým bankovníctvím

Evropská komise (2012) uvádí. Že kromě výhod pramenících ze systému stínového bankovníctví mohou jeho činnosti představovat významný zdroj systémového rizika. Ghosh et al.(2012) se domnívá, že navzdory prospěšné úloze, kterou může tento systém hrát při poskytování úvěrů, může stínový bankovní systém představovat mnohem větší systémové riziko než tradiční bankovní systém, protože jeho aktivity jsou vystaveny podobným finančním rizikům jako aktivity tradičního bankovníctví, ale nepodléhají ve stejné míře dohledu a regulaci. Systémová povaha rizika vzniká také díky složitosti subjektů a činností stínového bankovníctví, díky působnosti napříč jurisdikcemi, přirozené mobilitě trhů s cennými papíry a propojenosti subjektů a činností stínového a tradičního

bankovního systému. Uvedená rizika jsou podle Evropské komise (2012) zahrnuta ve čtyřech skupinách, které jsou charakterizovány v následujícím textu.

Struktury financování s vlastnostmi vkladů mohou vést k runům

Dle Ghoshe et al. (2012) se stínový bankovní systém spoléhá na velkoobchodní financování, které není přímo ani trvale podporováno žádnou z oficiálních garančních sítí, jako je například pojištění vkladů nebo možnost požádat o pomoc centrální banku jako věřitele poslední instance. Subjekty stínového bankovníctví provádějí transformaci likvidity a splatnosti a mnoho z nich, ne-li většina, financují samy sebe skrze krátkodobé závazky nebo závazky na požádání, zahrnujících krátkodobé repo operace a investice do fondů peněžního trhu. Dle Pozsara et al. (2012) jsou činnosti stínového bankovníctví vystaveny podobným finančním rizikům jako činnosti tradičních bank, aniž by podléhaly omezením vyplývajícím z bankovní regulace a dohledu. Některé činnosti stínového bankovníctví jsou financovány krátkodobým financováním. Podle Evropské komise (2012) toto spoléhání se na financování dlouhodobých aktiv (úvěrů) prostřednictvím krátkodobých pasiv získaných, např. skrze repo operace, je ze své podstaty křehké a z toho důvodu náchylné k riziku nečekaného a hromadného výběru finančních prostředků ze strany klientů.

Masivní a skryté využívání pákového efektu

Dle Evropské komise (2012) může velký pákový efekt zvyšovat nestabilitu finančního systému a může se stát zdrojem systémového rizika. Při realizování činností stínového bankovníctví může docházet k hromadění pákového efektu díky přijímání cenných papírů za záruku při repo operacích. Je tomu tak proto, že lze cenné papíry znovu použít jako záruku pro další repo operace. V případě neschopnosti dlužníků vykoupit záruku zpět a v případě poklesu cen těchto aktiv se hromadí ztráty napříč úvěrovým řetězcem a tato situace může vyvolat hluboký pokles likvidity v celém finančním systému. Podle Ghoshe et al. (2012) pákový efekt existující v rámci stínového bankovníctví může také zesilovat procykličnost a zesilovat dopady finančních krizí.

Ghosh et al. (2012) uvádí, že praktiky stínového bankovního systému mohou zesilovat procykličnost, což znamená, že se vzájemně posilují interakce mezi finančním a reálným sektorem ekonomiky, které pak mají tendence ke zhoršování výkyvů hospodářských cyklů a vedou k nestabilitě finančního systému. Procykličnost může nastat například díky změnám v ocenění aktiv používaných jako zajištění. Rostoucí hodnota aktiv použitých jako

záruka je kladně korelována s hospodářským cyklem, rostoucí hodnota zajišťovacích aktiv tedy zvyšuje dostupnost úvěrů během hospodářské expanze. V případě recese ale hodnota podkladových aktiv klesá a následně dochází k nedostupnosti úvěrů, zpomalení ekonomiky a poklesu poptávky, což recesi ještě více prohlubuje.

Obcházení pravidel o regulatorní arbitráži

Jak již bylo uvedeno výše, operace stínového bankovníctví lze využít s cílem vyhnout se regulaci nebo dohledu, kterému podléhají tradiční banky a vzniká tak prostor pro regulatorní arbitráž. FSB (2011) a Evropská komise (2012) uvádí, že regulatorní arbitráž představuje podnět pro tradiční regulované subjekty, aby přizpůsobily své aktivity takovým způsobem, aby ve výsledku nepodléhaly regulaci a tím získaly pro sebe konkurenční výhodu. Ze strany regulovaných subjektů se tedy jedná o obcházení pravidel regulace. Tradiční banky se tak snaží napodobovat subjekty stínového bankovníctví nebo vyvést některé své operace k subjektům mimo oblast působení své konsolidace. Ghosh et al. (2012) tvrdí, že zpřísnění regulace rizikových bankovních činností může vést k vytlačení těchto činností z regulovaného systému bankovníctví směrem ke stínovému bankovníctví a dokonce tak vytvářet systémově důležité nebankovní finanční instituce.

Banka pro mezinárodní vypořádání (Bank for International Settlements, BIS) je mezinárodní instituce, které usiluje o podporu mezinárodní měnové a finanční spolupráce. Dle BIS (2014) se mezinárodní koordinací, regulačními standardy, doporučeními a konkrétními postupy v oblasti bankovního dohledu zabývá Basilejský výbor pro bankovní dohled (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), zkráceně Basilejský výbor. V současné době se skládá ze zástupců orgánů bankovního dohledu a centrálních bank 28 jurisdikcí⁵. BCBS vydává regulační standardy, doporučení konkrétních postupů v oblasti bankovního dohledu a vyvíjí snahy ohledně sbližování regulačních norem. Rozhodnutí BCBS nemají žádnou právní moc, slouží spíše jako doporučení a je na jednotlivých zemích, zda se jimi budou řídit. Nejvýznamnější standardy vydané BCBS nesou označení Basel. Jedná se o pravidla kapitálové přiměřenosti⁶, která byla doposud vydána ve třech generacích a jsou označována podle pořadí jako Basel I, Basel II a Basel III.

⁵ Členové výboru pocházejí z Argentiny, Austrálie, Belgie, Brazílie, Kanady, Číny, Evropské unie, Francie, Německa, Hong Kongu, Indie, Indonésie, Itálie, Japonska, Koreje, Lucemburska, Mexika, Nizozemí, Ruska, Saúdské Arábie, Singapuru, Jižní Afriky, Španělska, Švédska, Švýcarska, Turecka, Velká Británie a Spojených států.

⁶ Kašparovská (2006) uvádí, že kapitálová přiměřenost představuje pro banky povinnost udržovat danou minimální výši kapitálu vzhledem k objemu a rizikovitosti jejich aktiv.

Jak uvádí BIS (2014), první dohoda o kapitálové přiměřenosti Basel I byla podepsána v roce 1988 a v platnost vstoupila na konci roku 1992. Dle Schönfelda (2011) odvozovala dohoda Basel I požadovanou minimální výši kapitálu od úvěrového rizika. Dohoda byla postavena na vzorci kapitálové přiměřenosti, která nesměla klesnout pod hranici 8 %. Banka tedy musela disponovat kapitálem v minimální výši 8 % rizikově vážených aktiv.

Jak uvádí Schönfeld (2011), zavedení Basel I v roce 1988 způsobilo rozvoj některých nových bankovních produktů, které pomáhaly bankám obejít pravidla o kapitálové přiměřenosti a tak si půjčovat ve větších objemech, než by jim dovolovalo přísné dodržování dohody Basel I. Byla to právě snaha obejít Basel I, která přispěla k vytvoření CDO a dalších derivovaných cenných papírů. K úpravám stávající metodiky Basel I došlo již v roce 1999 a začaly práce na přípravě Basel II. Jak uvádí BIS (2014), náročnost úprav a předpokládaný rozsah dopadu nové dohody kapitálové přiměřenosti zapříčinily, že konečná verze Basel II byla zveřejněna až v roce 2004 a v platnost vešla až v roce 2006.

Schönfeld (2011) uvádí, že pravidla Basel II byla sice přijata v roce 2004, ale v podstatě dříve, než byla pravidla komerčními bankami v plném rozsahu implementována, vypukla globální finanční krize. Basel II představuje zpřísnění pravidel Basel I. Pro výpočet kapitálové přiměřenosti jsou stanovena nová kritéria kapitálových požadavků. K požadavkům k úvěrovému riziku a k tržnímu riziku přidává Basel II požadavky k operačnímu riziku a dále výrazně zvyšuje pravomoci bankovního dohledu. Další zásadní změnou je požadavek na zveřejňování ukazatelů rizik banky, kdy je banka povinna zveřejňovat data o svých postupech při oceňování rizik, je povinna zveřejnit rizikový profil svého portfolia a také poměr přijatého rizika k vlastnímu kapitálu.

Dohoda Basel III byla dle BIS (2014) přijata jako odezva na globální finanční krizi v září roku 2010. Harmonogram její implementace bankami je naplánován na období od roku 2013 až do roku 2019. Dle Tomšíka (2011) zavádí Basel III tzv. proticyklický kapitálový polštář v objemu 2,5 % rizikově vážených úvěrů, což je objem navíc nad kapitálovou přiměřenost v minimální výši 8 %. Dále usiluje o důkladné monitorování kapitálu a ukazatele kapitálové přiměřenosti, omezení vlivu ratingu v regulaci, posílení likvidity, regulaci rizika protistrany a sledování pákového poměru. Jak uvádí Tomšík (2011), Basel III se snaží zvyšovat komplexnost již tak velmi složité regulace, ale stále obtížněji lze odhadnout velikost prostoru pro regulatorní arbitráž.

Neřízený úpadek s dopadem na bankovní systém

Jak již bylo zmíněno v podkapitole č. 2.3, činnosti stínového bankovního systému jsou velmi často v úzkém spojení s tradičním bankovním systémem. Propojení mezi oběma systémy podle FSB (2012b) vzniká:

- zapojením tradičních bank do řetězce zprostředkování úvěrů ve stínovém systému,
- poskytováním přímé či nepřímé podpory směrem od tradičních bank ke stínovým subjektům,
- propojení tradičních bank a stínových subjektů skrze vzájemné poskytování úvěrů a díky vzájemnému investování do svých produktů a v neposlední řadě
- mohou být tradiční banky vlastníky stínových bankovních subjektů.

Díky tomuto propojení se pak jak uvádí Kabelík (2014) a Evropská komise (2012) jakékoli z výše zmíněných rizik v případě paniky může rychle rozšířit a vést k významné nákaze tradičního bankovního systému. Rizika, která podstupují subjekty stínového bankovníctví, se tak mohou snadno přenést na bankovní systém hned několika způsoby. Vzešlá nejistota se šíří podél úvěrových řetězců díky přímým půjčkám z bankovního systému, bankovním podmíněným závazkům (likvidní linky a úvěrové posílení) a masivnímu prodeji aktiv s dopady na ceny finančních a nemovitých aktiv.

2.5 Regulace stínového bankovníctví

Jak vyplývá z předcházejícího textu, regulace stínového bankovníctví je nezbytná. Kabelík (2014) konstatuje, že stínové bankovníctví přináší řadu výhod jak pro finanční systém, tak v konečném důsledku i pro reálnou ekonomiku. Regulace má tedy pouze omezit riziko a ne tento stínový systém výrazně omezovat či dokonce úplně zakázat jeho činnost. Je důležité klást důraz na mezinárodní koordinaci regulatorních snah, jelikož národní legislativy jsou odlišné a budoucí úspěch regulace záleží na kvalitě harmonizace těchto národních legislativ.

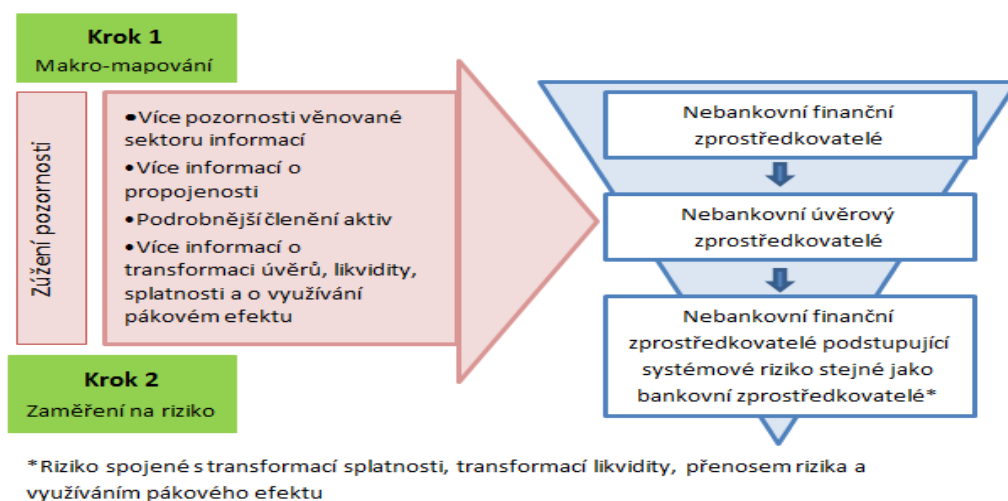
Dle FSB (2011b) se v roce 2010 na listopadovém summitu zemí G20 v Soulu s ohledem na zavedení nových kapitálových standardů pro banky Basel III shromážděné země rozhodly identifikovat další přetrvávající problémy, týkající se regulace finančního systému. Zdůrazněna byla potřeba posílení regulace a dohledu nad stínovým bankovníctvím a FSB byla spolu s dalšími mezinárodními subjekty pověřena vypracováním doporučení k posílení dohledu a regulace nad stínovým bankovním systémem.

První komplexní mezinárodní pokus o řešení problémů stínového bankovníctví představuje zpráva FSB z října roku 2011 *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation* (FSB, 2011b). Tato zpráva se zaměřovala na definici zásad pro monitorování a regulaci stínového bankovníctví a zahájení mapovacího procesu, který si kladl za cíl identifikovat a posoudit možná systémová rizika, která s sebou stínové bankovníctví nese. V neposlední řadě se zpráva pokoušela o vymezení oblasti působnosti možných regulačních opatření. V této zprávě je podle FSB (2011b) doporučováno postupovat při identifikování činností a subjektů stínového bankovníctví na základě dvoustupňového přístupu:

1. Autority by se měly pokusit identifikovat širokou síť všech nebankovních úvěrových zprostředkovatelů (viz. krok 1 z Obr. 2.2, makro-mapování), aby bylo zajištěno, že sběr dat a dohled se bude vztahovat na všechny oblasti, ve kterých by mohlo riziko spojené s aktivitami stínového bankovníctví potenciálně vzniknout.
2. Autority by měly zaměřit pozornost na subjekty nebankovního úvěrového zprostředkování (nebankovní finanční zprostředkovatelé a další viz Obr. 2.2), které svou činností zvyšují systémové riziko zejména díky transformaci splatnosti a likvidity, přenášení úvěrového rizika a využívání pákového efektu a využívání regulatorní arbitráže ve svůj prospěch, což snižuje výhody plynoucí ze samotné regulace.

Schéma dvoustupňového přístupu při identifikaci činností a subjektů stínového bankovníctví je znázorněno v Obr. 2.2.

Obr. 2.2 Měření systému stínového bankovníctví – zjednodušená koncepční podoba



Zdroj: FSB (2014), vlastní úprava.

Jak uvádí Evropská komise (2012), na základě doporučení FSB, že dotčené orgány musí identifikovat a monitorovat příslušné subjekty stínového bankovníctví a jejich činnosti, začaly evropské instituce jako Evropská centrální banka (ECB), Evropský orgán pro bankovníctví (European Banking Authority, EBA), Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA), Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Market Authority, ESMA), Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) a Evropská rada pro systémová rizika (European Systemic Risk Board, ESRB) shromažďovat odborné znalosti ohledně stínového bankovníctví. I nadále je třeba doplnit chybějící informace a údaje o propojení mezi bankami a nebankovními finančními institucemi na celosvětové úrovni. Evropská komise (2012) má za to, že dohled nad subjekty stínového bankovníctví by měl být:

- vykonáván na příslušné úrovni, tj. vnitrostátní nebo evropské úrovni,
- dohled by měl být přiměřený,
- měl by brát v úvahu a zohledňovat stávající kapacity a odborné znalosti orgánů dohledu a
- měl by být integrován s rámcem obezřetnostního dohledu na makroúrovni (orgány musí být schopny porozumět skrytým řetězcům zprostředkování úvěrů, řádně posoudit systémovou důležitost těchto řetězců a zmapovat vzájemné propojení stínového systému se zbytkem finančního systému).

FSB (2011b) doporučuje, aby regulační opatření zavedená v souvislosti se stínovým bankovníctvím byla cílená, přiměřená, zaměřená do budoucnosti a přizpůsobitelná, efektivní a aby podléhala posouzení a následnému přezkoumání. Evropská komise (2012) se s tímto doporučením ztotožňuje a dosažení žádoucí regulace spatřuje v dosažení správné rovnováhy mezi třemi možnými a vzájemně propojenými prostředky, konkrétně se jedná o:

- nepřímou regulaci, tj. regulaci vazeb mezi stínovým systémem a tradičním bankovníctvím,
- vhodné rozšíření nebo revize dosavadní regulace a
- novou regulaci zaměřenou specificky na subjekty a činnosti stínového bankovníctví.

I přes probíhající spolupráci finančních autorit při tvorbě regulačních opatření a dohledu nad subjekty a činnostmi stínového bankovníctví není prozatím vytvořen jediný

ucelený regulační rámec, jedná se prozatím pouze o doporučení jak postupovat. FSB (2013a) se ve zprávě o posílení dohledu a regulace nad stínovým bankovníctvím zaměřila na pět konkrétních oblastí, o kterých se domnívá, že je nezbytné je regulovat v souvislosti s rizikem které je spojeno se stínovým bankovníctvím. Tyto oblasti jsou blíže specifikovány níže.

Zmírnění přelévání rizika mezi regulovaným bankovním systémem a systémem stínového bankovníctví

Dle FSB (2013b) byl doporučením v této oblasti pověřen BCBS, který vypracoval regulatorní doporučení v oblastech týkajících se rozsahu konsolidace, velkých expozic a investování do majetku fondů. Podle BCBS je nezbytné stanovit jasná pravidla a hranice konsolidace, což by mělo pomoci omezit využívání regulatorní arbitráže. Banky budou povinny zajišťovat své expozice vůči jednotlivým protistranám, ať už se jedná o investice do fondů, sekuritizačních struktur a dalších subjektů stínového bankovníctví. U investování do fondů bude zaveden nový způsob výpočtu kapitálových požadavků, který bude odrážet jak riziko podkladových investic fondu tak pákový efekt.

Snížení náchylnosti fondů peněžních trhů k runnům

Jak uvádí FSB (2013a), regulačním opatřením v souvislosti s fondy peněžního trhu se věnuje IOSCO. Na základě jejího doporučení by fondy peněžního trhu, které nabízejí svým investorům konstantní čistou hodnotu aktiv (CNAV), měly být převedeny na plovoucí čistou hodnotu aktiv (VNAV), jelikož plovoucí čistá hodnota aktiv je spojena s menším rizikem runů. Tato změna by měly být proveden u těch fondů kde je to možné. U těch fondů, kde tato změna možná není, by fondy měly udržovat minimální hodnotu likvidních aktiv a měly by vyhovovat dalším bezpečnostním požadavkům, které je budou chránit před rizikem možných runů.

Posouzení stimulů, které jsou spojené se sekuritizací a posouzení transparentnosti sekuritizace

Podle FSB (2013a) vydala v souvislosti s řešením otázek týkajících se sekuritizace v listopadu 2012 ISCO zprávu Global Developments in Securitisation Regulation. V této zprávě se ISCO zaměřuje na reformy týkající se požadavků na uchování rizika, opatření které zvyšují transparentnost sekuritizace a standardizaci sekuritizovaných produktů.

Snížení rizika a omezení procyklických stimulů spojených s finančními transakcemi s cennými papíry, jako jsou repo obchody a půjčování cenných papírů

FSB (2013a) vydala doporučení týkající se půjčování cenných papírů a repo operací. Tato doporučení zahrnují normy a postupy pro sběr dat a agregaci dat na globální úrovni s cílem posílit transparentnost finančních trhů s cennými papíry. Doporučení dále zahrnují zavedení minimálních požadavků na reinvestování peněžního zajištění u cenných papírů, požadavky na opětovné zřízení zástavního práva a normy pro oceňování a řízení zajištění.

Posouzení a zmírnění systémového rizika vyvolaného činností ostatních subjektů stínového bankovníctví

Vzhledem k tomu, že subjekty stínového bankovníctví nabývají rozmanitých forem a vyvíjí se v čase, FSB (2013a) vyvinula politický rámec pro detekci zdroje finanční nestability a rizika ze strany subjektů stínového bankovníctví. Tento rámec je navržen tak, aby příslušné orgány mohly zachytit inovace finančních služeb, které se vyskytují mimo hranice bankovní regulace a aby mohly přijmout příslušná preventivní opatření vůči subjektům stínového bankovníctví, které představují hrozbu pro finanční stabilitu. Pracovní skupina sestavená FSB (2013b) tedy zkoumá jiné subjekty stínového bankovníctví než jsou fondy peněžního trhu. Mezi tzv. ostatní subjekty stínového bankovníctví jsou řazeny úvěrové investiční fondy, fondy obchodované na burze, úvěrové hedgeové fondy, private equity fonds, obchodníci s cennými papíry, subjekty sekuritizace, poskytovatelé úvěrového pojištění, finanční ručitelé, finanční společnosti a svěřenecké společnosti. Subjekty nejsou posuzovány podle jejich právní normy, ale na základě ekonomických činností, které zprostředkovávají. Na základě tohoto přístupu by měly být regulací pokryty i nově vzniklé a neustále se vyvíjející subjekty stínového bankovníctví.

2.6 Dílčí shrnutí kapitoly

Druhá kapitola této práce je zaměřena především na teoretická východiska stínového bankovníctví. Kapitola obsahuje možné definice pojmu stínového bankovníctví z pohledu různých autorů a jsou zde popsány subjekty stínového bankovníctví. Nejedná se o úplný výčet, jelikož subjekty a činnosti stínového bankovníctví se mohou rychle vyvíjet v čase a proto je velmi těžké obsáhnout všechny možné subjekty a činnosti spadající pod tuto oblast. Pozornost je dále zaměřena na propojení tradičního a stínového bankovníctví a potenciální přínosy a rizika, které stínové bankovníctví přináší. V poslední podkapitole je pozornost věnována regulaci stínového bankovníctví.

3 Sekuritizace jako jedna z nejvýznamnějších činností stínového bankovníctví

Třetí kapitola diplomové práce se blíže zabývá sekuritizací, jelikož se jedná o jednu z nejvýznamnějších činností stínového bankovního systému. V kapitole je popsán vývoj pohledu na sekuritizaci, její vliv na obchodní model přijímaný bankami a následný přechod od tzv. Originate-to-Hold modelu (OTH) k Originate-to-Distribute modelu (OTD), jehož podstatou je právě využívání technik sekuritizace. Pozornost je v této kapitole věnována také samotnému popisu procesu sekuritizace a účastníkům OTD modelu. Jsou zde také vymezeny strukturované finanční produkty, které vznikají procesem sekuritizace a přínosy a rizika spojená s tímto procesem. Poslední část této kapitoly je zaměřena na vývoj sekuritizace na území Evropy, kdy jsou využity data z databází Asociace pro finanční trhy v Evropě (Association for Financial Markets in Europe, AFME) a Asociace pro trhy cenných papírů a finanční trhy (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA).

3.1 Přechod od OTH k OTD modelu

Byť byla větší pozornost systému stínového bankovníctví věnována až v souvislosti s globální finanční krizí z roku 2008, počátky stínového bankovníctví sahají dle Castra (2012) do období deregulace finančního systému, která začala přibližně v 80. let 20. století. Hlavní úloha v rozvoji stínového bankovního systému je ovšem připisována procesu sekuritizace. Jak uvádí Pozsar et al. (2012), stínový bankovní systém je organizován právě kolem sekuritizace a velkoobchodního financování. Úvěry, leasingy a hypotéky jsou sekuritizované a stávají se tak obchodovatelnými finančními nástroji. Financování je prováděno na kapitálových trzích skrze nástroje, jako jsou cenné papíry a repo operace. Sekuritizace samotná tedy představuje nejvýznamnější činnost stínového bankovníctví, a ačkoli byla zčásti charakterizována v druhé kapitole této práce (viz podkapitola 2.3.1), z důvodu její významnosti pro proces zprostředkování úvěrů v systému stínového bankovníctví je následující třetí kapitola věnována bližší charakteristice této činnosti

Dle Faboziho a Kothariho (2008), se význam sekuritizace v průběhu let měnil. Zhruba do 70. let 20. století se jako sekuritizace označoval proces, který pro ekonomické subjekty představoval alternativu k tradiční formě dluhového financování. Ekonomické subjekty tedy nežádaly o úvěr banky, ale potřebné finanční prostředky si zajišťovaly vydáním

cenných papírů. Tento způsob získávání finančních prostředků je ekonomy označován jako tzv. pokles zprostředkování⁷.

Postupem času a díky vývoji finančních trhů a neustálým finančním inovacím se i podstata sekuritizačního procesu začala měnit. Dle BIS (1992), se proces sekuritizace ve větším měřítku rozšířil jako investiční produkt v 70. letech 20. století v USA, kde se sekuritizace začala využívat pro transformaci hypotečních úvěrů do tzv. hypotečních zástavních listů (Mortgage-Backed Securities, MBS). Banky mohly díky sekuritizaci vyvést aktiva ze svých rozvah a převést je na jiné subjekty, kdy výměnou za to obdržely dodatečnou likviditu. V 90. letech 20. století bylo podle BIS (1992) sekuritizováno přibližně 40 % z celkového objemu poskytnutých hypotečních úvěrů v USA. Nicméně nezůstalo pouze u hypotečních úvěrů a postupem času se sekuritizace rozšířila i na jiné typy úvěrů, jakou jsou například úvěry z kreditních karet, studentské půjčky, půjčky na auto či leasing. Sekuritizace nebyla omezena pouze na území USA, ale mimo jejich území byl ve stejné době zaznamenán značný rozmach MBS, např. v Kanadě a Velké Británii.

Jak uvádí Kara et al. (2011), na rozdíl od zkušeností USA, kde se technika sekuritizace používá po více než padesát let, rozvoj sekuritizačního trhu v eurozóně začal mnohem později a jeho vznik nebyl podmíněn vznikem jakékoli konkrétní vládní instituce⁸. Oproti tomu sekuritizační trh denominovaný v eurech se začal více rozvíjet teprve na konci 90. let 20. století.

Adrian a Shin (2010) uvádí, že rozvoj sekuritizace změnil podstatu finančního zprostředkování. Kara et al. (2011) poukazují na fakt, že rapidní rozvoj sekuritizovaných trhů pozměnil tradiční úlohu bank, která spočívá ve zprostředkování úvěrů mezi věřiteli a dlužníky. Dle Borda a Santose (2012) používají z historického pohledu tradiční banky k financování půjček vklady střadatelů, které jsou ponechávány v rozvaze banky až do data splatnosti. Banky při poskytování úvěrů tedy využívají již zmíněný OTH model.

Dle House of Commons Treasury Committee (2010), rozvoj sekuritizace a s tím spojený růst trhu strukturovaných finančních produktů (blíže specifikovány

⁷Pokles zprostředkování se dle Černohorského a Teplého (2011) projevuje v klesajícím podílu bank na zprostředkování finančních transakcí a přesunutí jeho části do sféry nebankovních subjektů jako jsou např. penzijní fondy, podílové a investiční fondy.

⁸V USA se začal trh s ABS rozvíjet prostřednictvím vládou sponzorovaných organizací (Government-Sponsored Enterprises, GSE) jako je například Federal National Mortgage Association též známá jako Fannie Mae jež byla založena 1938 a Federal Home Loan Mortgage Corporation známá jako Freddie Mac, která vznikla v roce 1970. Fannie Mae spolu s Freddie Mac nakupují hypotéky na sekundárním trhu, vážou je dohromady a prodávají je jako MBS investorům na volném trhu (Woods, 2010).

v podkapitole 3.4) představuje zásadní posun v obchodním modelu přijímaného bankami. Jak již bylo uvedeno výše, banky tradičně využívaly ke zprostředkování úvěrů OTH model, kdy banky poskytovaly půjčky a pak je držely ve svých rozvahách až do doby jejich splatnosti. Postupem času se však tento model bankovníctví začal měnit a mnoho bank začalo nahrazovat tradiční OTH model OTD modelem, ve kterém nejsou poskytnuté půjčky drženy v rozvaze banky do doby splatnosti, ale dále prodány investorům prostřednictvím různých forem SPV (SPV jsou často zakládány samotnými bankami), jež byly v první kapitole diplomové práce definovány jako subjekty stínového bankovníctví (viz podkapitola 2.2). Podstatou OTD modelu je tedy využívání technik sekuritizace, která umožňuje bankám zbavit se nelikvidních aktiv (která by za jiných okolností zůstávala evidovaná v rozvaze banky) prodejem těchto aktiv SPV nebo jinému subjektu zřízenému za tímto účelem.

ECB (2008a) definuje v rámci OTD modelu čtyři základní skupiny účastníků procesu sekuritizace, a to konkrétně **původce aktiv, zprostředkovatele, investory a tzv. třetí strany**. První skupina, tedy skupina původců aktiv, může být reprezentována například obchodními, nebo hypotečními bankami. Původci aktiv přímo komunikují s dlužníky, tedy se svými klienty, kterým poskytli úvěr, a generují aktiva, která jsou následně prodávána zprostředkovatelům.

Druhá skupina, označována jako zprostředkovatelé, zahrnuje zpravidla nebankovní instituce, jak jsou SPV, které nakupují aktiva (od skupiny původců aktiv) a emitují cenné papíry, jež jsou zajištěny těmito nakoupenými aktivy.

Třetí skupinou vystupující v OTD modelu jsou investoři, kteří nakupují cenné papíry zajištěné aktivy vydané SPV, a to podle jejich vztahu k riziku.

Tzv. třetí strany jsou v OTD modelu zastoupeny poskytovateli různých služeb a externích hodnotitelů. Jedná se například o ratingové agentury, správce a další, kteří vykonávají specifické úkoly pro jednotlivé účastníky, ale samy nenakupují ani neemitují cenné papíry.

3.2 Sekuritizace

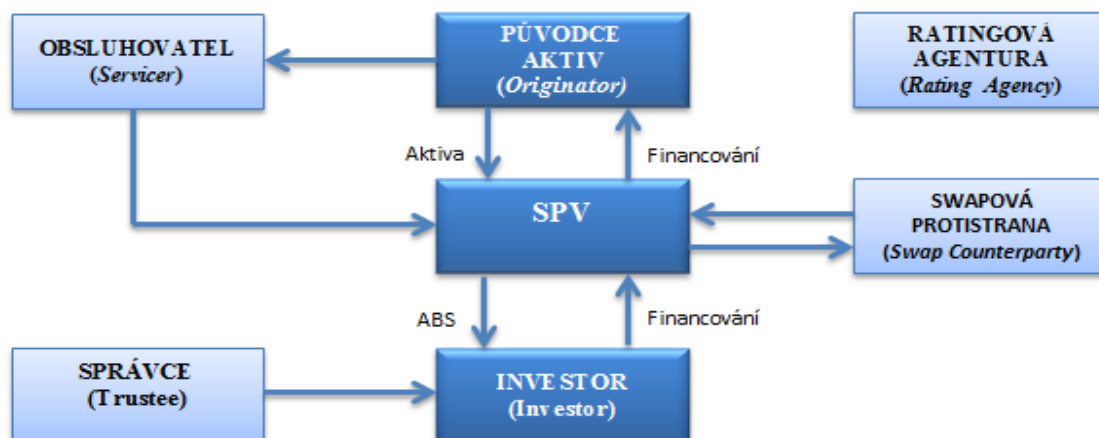
Fabozziho a Kothari (2007) chápou sekuritizaci jako proces, při kterém dochází k přeměně finančního vztahu na finanční transakci. Jak uvádí BIS (1992) a European securitization forum (1999), je sekuritizace proces, během kterého jsou sdružovány úvěry,

pohledávky a jiná finanční aktiva, která jsou zabalena do tzv. poolu aktiv⁹. Tento pool aktiv je následně prodán SPV nebo např. podílovému fondu. SPV pak emituje obchodovatelné cenné papíry, které nabízí k prodeji investorům, obvykle těm, kteří využívají sekuritizaci pro financování své podnikatelské činnosti. Tyto cenné papíry, jsou obvykle označovány jako cenné papíry zajištěny aktivy (ABS) a jsou kryty právě poelem podkladových aktiv. Investorům z nakoupených aktiv vzniká nárok na budoucí cash flow pocházející z podkladových aktiv a navíc nejsou v tomto případě vystaveni riziku plynoucímu ze strany původce těchto aktiv v případě jeho úpadku. ABS jsou tak pro investory vysoce atraktivní. Výnosy bývají vzhledem k úvěrovému riziku vysoké a navíc je možné strukturovat cash flow podle potřeb jednotlivých investorů. Nicméně investoři musí čelit rizikům plynoucím z kvality použitých podkladových aktiv a riziku defaultu dlužníků.

Proces tvorby ABS je schématicky znázorněn v Obr. 3.1 a dle ECB (2008b) probíhá následovně. V prvním kroku celého sekuritizačního procesu originator, tedy původce aktiv, prodá pool aktiv SPV. SPV emituje ABS kryté tímto poelem podkladových aktiv. Emitované ABS rozdělí SPV do jednotlivých tranší (více k tranším viz podkapitola 3.3) a v tuto chvíli do procesu vstupují ratingové agentury, které jednotlivým tranším přidělují rating. Tyto ABS jsou pak SPV nabízeny k prodeji investorům. V případě, že investoři projeví o ABS zájem, finanční prostředky pocházející z prodeje ABS předá SPV původci aktiv. SPV dále určí obsluhovatele, jehož úkolem je vybírat splátky a úroky z úvěrů, které jsou sdruženy v poolu podkladových aktiv (v Evropě tato úloha obvykle zůstává na původci aktiv). Převod peněz od obsluhovatele směrem k SPV zajišťuje správce, jehož úkolem je také dohlížet na řádné vyplácení investorů a swapová protistrana odpovídá za zajištění úrokových měr a měnového rizika aktiv sdružených v poolu. Jako swapové protistrany mohou v procesu sekuritizace vystupovat různé finanční instituce, například pojišťovny. Tyto swapové protistrany uzavírají swapové obchody, kdy swap (finanční derivát) umožňuje zúčastněným stranám výměnu finančních toků, úrokových měr, cenných papírů a dalších instrumentů v souladu s jejich očekáváním ohledně budoucího dění na trhu. Tradičně se jedná o výměnu za účelem zajištění věřitele proti selhání dlužníka splácet dluh prostřednictvím swapů úvěrového selhání (Credit Default Swap, CDS) blíže viz podkapitola 3.4.

⁹Jobst (2008) tento pool aktiv označuje jako tzv. referenční portfolio a dle Kameníkové (2011) musí aktiva sdružována do toho poolu produkovat dostatečně přesně odhadnutelná cash flow.

Obr. 3.1 Proces sekuritizace – tvorba ABS



Zdroj: ECB (2008b), vlastní úprava.

3.3 Tranching

Dle Kameníkové (2011) je základním znakem sekuritizace tranching, tedy tzv. tranšování, ke kterému dochází ve fázi sekuritizačního procesu, kdy SPV emituje ABS. Jobst (2008) uvádí, že pool aktiv, tedy tzv. referenční portfolio, které SPV nakoupila od banky, je rozděleno do několika tříd, tzv. tranší, kdy se každá z nich vyznačuje jinou úrovní rizika, je jí uděleno jiné ratingové ohodnocení a prodává se samostatně. Emitované ABS mají různou kvalitu a investor si vybírá tranši podle svého vztahu k riziku. Dle Kameníkové (2011) není počet tranší závazně určen, ale obvykle se využívají minimálně dvě tranše.

Fabozzi a Kothari (2007) rozlišují tři základní typy tranší, a to senior tranši, mezzanine tranši a junior tranši. Tyto tranše jsou si vzájemně podřízeny, a to tak, že přednostní nárok na výplatu jistiny a splátky úroků má přednostně senior tranše, po ní mezzanine tranše a jako poslední jsou uspokojovány nároky junior tranše.

Dle Fabozziho a Kothariho (2007) je tedy nejvíc rizikovou tranší junior tranše. Nabízí sice nejvyšší výnos, ale je také nejrizikovější. Typickým rysem pro junior tranši je to, že je vzhledem ke své rizikovosti téměř neprodejná, a proto zůstává často ve vlastnictví emitenta ABS. Junior tranše absorbuje jako první případné ztráty z referenčního portfolio a obvykle nedosahuje žádného ratingového ohodnocení. Mezzanine tranše jsou oproti junior tranším bezpečnější a absorbují ztráty, které již není schopna pokrýt junior tranše. Obvykle dosahují ratingové ohodnocení BBB. Jak již bylo zmíněno výše, jednotlivé tranše jsou si podřízeny a tím pádem je senior tranše na vrcholu celého řetězce. Jedná se o nejvíce

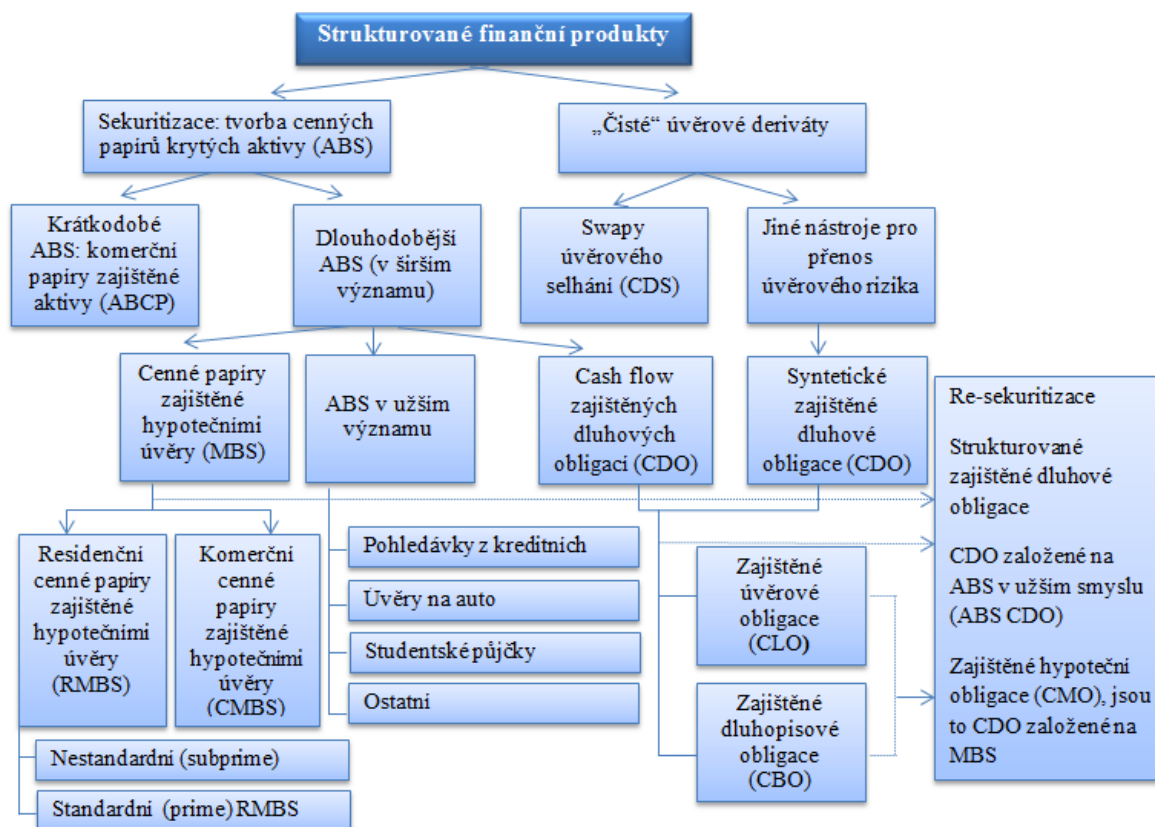
bezpečnou tranši dosahující ratingového hodnocení AAA, která je ovlivněna ztrátami pouze v případě, že je nejsou schopny absorbovat junior a mezzanine tranše. Obecně je největší poptávka na trhu právě po těchto senior tranších a následně po mezzanine tranších.

Fabozzi a Kothari (2007) uvádí, že celý koncept tranšování je založen na rozdělení pravděpodobnosti rizika selhání plynoucího z referenčního portfolia tak, aby byla pravděpodobnost velkých ztrát co nejmenší.

3.4 Rozdělení strukturovaných finančních produktů spojených se sekuritizací

Dle Fabozziho a Kothariho (2008) je sekuritizace formou strukturovaného financování. V rámci sekuritizace jsou transakce strukturovány tak, aby riziko spojené s kolaterálem bylo modifikováno nebo rozděleno mezi různé kategorie investorů. V souvislosti s procesem sekuritizace tedy hovoří o celé škále strukturovaných finančních produktů, které mohou být kryty různými druhy podkladových aktiv. Přehled strukturovaných finančních produktů, jak je vidí autoři Rixtel a Criado (2010), je znázorněn v Obr. 3.2. V podstatě je možné tyto strukturované finanční produkty rozdělit na ABS, jež vznikly prosem sekuritizace, a úvěrové deriváty.

Obr. 3.2 Strukturované finanční produkty a sekuritizace



Zdroj: Rixtel a Criado (2010), vlastní úprava.

V nejširším slova smyslu jsou strukturované produkty označovány jako cenné papíry zajištěné aktivy, tedy již několikrát zmiňované ABS. Kameníková (2011) uvádí, že se jedná o cenné papíry zajištěné určitým souborem podkladových aktiv, které jsou ve své podstatě nelikvidní a které by nebylo možno jinak samostatně prodat. Základní členění ABS se pak odvíjí od podkladových aktiv, která jsou při procesu sekuritizace použita jako zajištění. ABS mohou být členěny podle toho, zda jsou kryty střednědobými nebo dlouhodobými aktivy. V případě krátkodobých ABS (které jsou kryté krátkodobými aktivy, např. obchodními směnkami) hovoříme o komerčních papírech zajištěných aktivy (Asset-Backed Commercial Paper, ABCP). Pokud se jedná o dlouhodobé ABS, hovoříme o ABS v širším významu.

V rámci dlouhodobých ABS (ABS v širším významu) rozlišujeme tři základní skupiny sekuritizačních produktů. Dle Rixtela a Criada (2012) se jedná se o cenné papíry zajištěné hypotečními úvěry, tzv. hypoteční zástavní listy (Mortgage-Backed Securities, MBS), ABS v užším významu a třetí skupinu představují zajištěné dluhové obligace (Cash flow collateralized debt obligations, CDOs).

Jak je již možné odvodit z názvu MBS, jedná se o skupinu sekuritizačních produktů, jejichž podkladová aktiva jsou tvořena výhradně poolem poskytnutých hypotečních úvěrů. V rámci skupiny MBS se sekuritizační produkty dále člení na rezidentské MBS (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS) a komerční MBS (Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS) v závislosti na typu úvěru zapojených v obou případech. RMBS jsou dle Rixtela a Criada (2010) zajištěny prostřednictvím rezidentských hypotečních úvěrů, které mohou zahrnovat hypotéky jak prime (hypotéky poskytnuté bonitním dlužníkům), tak i subprime (hypotéky poskytnuté rizikovým, nebonitním dlužníkům) kvality. Fabozi a Mann (2005) uvádí, že CMBS jsou oproti tomu zajištěny poolem komerčních hypotečních úvěrů navázaných např. na kancelářské budovy, průmyslové objekty a hotely. Základním stavebním kamenem CMBS jsou tedy komerční úvěry, které vznikly za účelem financování obchodních činností nebo refinancování předešlých hypotečních závazků.

Další skupina je reprezentována ABS v užším významu. Jejich společným znakem je fakt, že nejsou kryty hypotečními úvěry. Podkladová aktiva pro tuto skupinu ABS tvoří pool složený například z pohledávek z kreditních karet, půjček na automobily, studentských půjček leasingových obchodů a dalších spotřebitelských úvěrů.

CDOs jsou dle Rixtela a Criada (2010) cenné papíry, jejichž vznik je podmíněn „balením“ zejména více rizikových aktiv, jako jsou například rizikové půjčky, subprime hypotéky, dluhopisy a další ABS do nové formy cenného papíru, tedy do CDOs. Tyto CDOs jsou seskupovány SPV a emitovány v tranších podle jejich úvěrové kvality. ECB (2008) uvádí, že na rozdíl od tradiční sekuritizace se v případě CDOs využívá poměrně nižší počet podkladových aktiv, kdy jsou tato aktiva vysoce heterogenní a vyznačují se vysokou koncentrací expozic vůči jednotlivým dlužníkům. Tím pádem je pro investory obtížnější přesně zjistit riziko spojené s CDOs, a proto je nutno vzít v úvahu nejen úvěrové riziko pramenící z jednotlivých aktiv, ale také korelace mezi nimi.

Jak lze pozorovat v Obr. 3.2, rozlišují se dvě základní formy CDOs, a to konkrétně Cash Flow CDOs a syntetické CDOs. Cash Flow CDOs jsou vytvářeny procesem označovaným jako *tru sale* sekuritizace. Dle ECB (2008) je *tru sale* sekuritizace označení pro tzv. tradiční sekuritizaci, kdy dochází k fyzickému prodeji podkladových aktiv (úvěrů) SPV. V případě *tru sale* sekuritizace tedy dochází k převodu vlastnických práv z původce aktiv na SPV a ze strany původce dochází k vyjmutí daných aktiv z rozvahy. Syntetické CDOs využívají k převodu úvěrového rizika úvěrové deriváty a jsou vytvářeny procesem označovaným jako syntetická sekuritizace. V případě syntetické sekuritizace se jedná o proces, při kterém původci aktiv převádí na SPV pouze riziko spojené s podkladovými aktivy. Nedochozí tedy ke skutečnému prodeji podkladových aktiv SPV, ale pouze k převodu rizika. Riziko je na SPV převáděno prostřednictvím úvěrových derivátů, např. skrze swap úvěrového selhání (Credit Default Swap, CDS). CDS je kreditní derivát, který si lze představit jako pojištění dané pohledávky (např. dluhopisu), proti neschopnosti dlužníka splácet. V rámci CDS se kupující kreditního zajištění zavazuje platit prodávajícímu (obvykle se jedná o banku, nebo pojišťovnu) předem určené periodické platby (jedná se o tzv. swapovou prémii) po celou dobu životnosti daného kontraktu. V případě kreditní události (např. bankrotu dlužníka) podkladového aktiva nebo celého poolu aktiv dorovná prodávající vzniklou ztrátu kupujícímu. Pokud kreditní událost vůbec nenastane, kontrakt zaniká a prodávající obdrží pouze swapovou prémii za podstoupení možného kreditního rizika.

Rixten a Criado (2010) dále člení CDOs dle podkladového aktiva na Collateralized Bond Obligations (CBO) jež jsou zajištěny různými druhy vzájemně kombinovaných dluhopisů a Collateralized Loan Obligations (CLO) zajištěných poolem běžných úvěrů, např. úvěry podniků či státních institucí.

3.5 Přínosy pramenící z procesu sekuritizace

Dle závěrů European Securitization Forum (1999), podporuje sekuritizace jako mechanismus financování kapitálových trhů celou řadu cílů a je schopna generovat celou řadu výhod, ať už z pohledu bank (původců aktiv), nebo investorů nakupujících finanční produkty vzniklé díky sekuritizaci.

Pozitivní aspekty sekuritizace z pohledu bank

Z pohledu bank představuje sekuritizace způsob pro transformaci relativně nelikvidních a na první pohled neobchodovatelných individuálních finančních aktiv na likvidní a obchodovatelné nástroje kapitálového trhu. Prostřednictvím sekuritizace může banka doplnit své finanční zdroje, které pak může využít pro financování své další činnosti (European Securitization Forum, 1999).

Pro banku představuje sekuritizace efektivní a méně nákladný zdroj financování ve srovnání s jinými alternativami. Této vyšší efektivity a nižších nákladů je dosaženo díky tomu, že je banka schopna díky sekuritizaci vyvést ze své rozvahy aktiva, která generují pravidelný příjem a tím pádem mohou dosahovat vyššího ratingu (a tím i nižší úrokové sazby), než banka sama. To umožňuje bance získat finanční zdroje za výhodnější sazby.

Dalším hlavním přínosem sekuritizace z pohledu banky je dle Fabozziho et al. (2006) fakt, že tento proces umožňuje vyvádět daná aktiva z jejich rozvah. Toto může pomoci bankám zlepšit různé finanční ukazatele, využít efektivněji kapitál a dosáhnout souladu s různými standardy, kterým banky často podléhají. Ve většině evropských zemí podléhají finanční instituce dohodám Basel, které stanovují dohodnutý rámec pro měření kapitálové přiměřenosti a minimální standardy, kterých musí tyto instituce dosahovat. V případě, že banky mají ve svých rozvahách velké množství rizikových úvěrů, je pro ně levnější a výhodnější tyto úvěry prostřednictvím sekuritizace vyvést z rozvahy, než navyšovat samotný kapitál tak, aby vyhověly daným regulačním požadavkům. Pro banky tedy představuje sekuritizace možný způsob, jak se vyhnout předepsané regulaci a jak dostát daným standardům, s tímto ovšem souvisí problém regulatorní arbitráže, který byl již zmiňován v podkapitole 2.4.2.

Dle Fabozziho et al. (2006) sekuritizace sehrává významnou úlohu v oblasti řízení nesouladu dob splatnosti bankovních aktiv a pasiv, jelikož banky často financují dlouhodobá aktiva, jako jsou například hypotéky, krátkodobými závazky, jakou jsou například vklady klientů na účtech bank nebo mezibankovní financování. Tento nesoulad

dob splatností lze odstranit pomocí sekuritizace, protože banka obdrží finanční prostředky z prodeje aktiv.

Sekuritizace dle Kameníkové (2011) bankám umožňuje také lépe řídit úrokové riziko, které přechází na investory, a také jim umožňuje kvalitněji diverzifikovat své portfolio.

Pozitivní aspekty sekuritizace z pohledu investorů

Fabozzi et al. (2006) uvádí, že zájem investorů o ABS byl značný už od samého počátku obchodování s těmito cennými papíry. Velký zájem investorů lze vysvětlit celou řadou výhod, které jim pramení z nákupu ABS oproti nákupu tradičních dluhopisů. Výhodou sekuritizovaných produktů je to, že dosahují zpravidla vyššího výnosu než stejně ohodnocené dluhopisy či cenné papíry soukromých firem, které mají většinou při stejném ratingovém ohodnocení výrazně nižší výnosy. Další výhodou těchto sekuritizovaných produktů je jejich schopnost vyhovět specifickým potřebám různých investorů a jejich požadavkům ohledně podstupovaného rizika a očekávaného výnosu a díky nim má investor také větší možnost diverzifikace rizika. Taktéž zpřístupňují investorům ty oblasti, které by pro ně jinak zůstaly nedostupné, takže investoři získávají příležitost investovat do specifického portfolia aktiv.

3.6 Rizika pramenící z procesu sekuritizace

Jak je možné vyčíst z předcházejícího textu, s procesem sekuritizace se pojí celá řada nepopiratelných výhod jak pro původce aktiv, tak pro investory. Je ovšem důležité poukázat i na možná rizika, která se s procesem sekuritizace a se sekuritizovanými instrumenty pojí. Tato rizika a nedostatky sekuritizace budou blíže popsána níže.

Riziko spojené s úrokovými sazbami souvisí s vývojem těchto sazeb na trhu. Kameníková (2011) uvádí, že v případě cenných papírů vzniklých procesem sekuritizace je možné určit způsob jejich úročení, a to buď prostřednictvím pevných, nebo pohyblivých úrokových sazeb. European Securitization Forum (1999) uvádí, že v případě ABS s pevným výnosem jsou ceny těchto ABS nastavovány v závislosti na pohybu úrokové sazby v ekonomice. Když úrokové sazby klesají, ceny ABS rostou a opačně. Pokud tedy dojde k poklesu úrokových sazeb, roste riziko předčasného splácení, které je spojeno s rizikem úrokových sazeb.

Riziko předčasného splácení vzniká dle Kameníkové (2011) v případě, pokud v úvěrových smlouvách není právně ošetřeno, za jakých podmínek může klient předčasně splatit svůj závazek vůči bance. Dle European Securitization Forum (1999) tedy dochází

k situaci, kdy dlužník splácí svůj závazek rychleji, než se původně předpokládalo, což negativně ovlivňuje očekávaný výnos investora ve smyslu nižších obdržených úroků. Toto riziko je nejmarkantnější u typu ABS, které jsou kryty hypotékami na bydlení, a to v důsledku pohybu tržních úrokových sazeb. Je totiž velmi pravděpodobné, že v případě poklesu těchto sazeb dlužník splatí hypotéku předčasně díky refinancování nebo prodeji nemovitosti.

Riziko defaultu představuje dle European Securitization Forum (1999) riziko spojené s neschopností dlužníka splácet včas jistinu a dané úroky. V případě defaultu dlužníka tak dochází k výpadku příjmů plynoucích z daného cash flow investorovi. Spolehlivým ukazatelem pravděpodobnosti defaultu příslušného cenného papíru je úvěrový rating jednotlivých tranší přidělený ratingovou agenturou.

Riziko likvidity vzniká dle European Securitization Forum (1999) v případě nedostatečné poptávky po konkrétních ABS. Toto riziko závisí na celé řadě faktorů, kdy úroveň likvidity ABS závisí hlavně na nabídce a poptávce po konkrétním ABS a na vývoji úrokových sazeb. Za hlavní indikátor likvidity se považuje rozpětí mezi cenou, za kterou jsou ABS nabízeny a cenou, za kterou jsou poptávány. Čím větší je tento rozdíl, tím větší je i riziko likvidity.

Riziko snížení bonity portfolia původce aktiv souvisí dle Kothariho (2006) a Kameníkové (2011) se situací, kdy investoři upřednostňují nákup nejvíce kvalitních aktiv. Původce aktiv má tak díky vysoké poptávce tendenci vyvádět ze své rozvahy právě tyto vysoce kvalitní aktiva. Problém nastává v okamžiku, kdy původci aktiv zůstanou v držení aktiva horší kvality, tedy méně bonitní, což vede ke snížení hodnoty celého portfolia původce aktiv.

Dalším rizikem pramenícím z procesu sekuritizace je problém, které bývá označován jako **informační asymetrie** a dle ECB (2008a) vzniká mezi jednotlivými účastníky sekuritizace. Jedná se o situaci, kdy má jeden účastník sekuritizace k dispozici úplnější a přesnější informace, než jiný účastník a tím pádem je jedna strana zvýhodněna a druhá se dostává do nevýhody. V okamžiku, kdy původce aktiv, dejme tomu banka, poskytuje úvěr dlužníkovi, je s ním v přímém kontaktu. Banka tak má příležitost sama odhadnout bonitu klienta. Může dojít k situaci, kdy se banka nebude bát poskytnout úvěry i velmi rizikovým, nebonitním dlužníkům, jelikož má díky sekuritizaci možnost se těchto rizikových aktiv zbavit a vyvést je ze své rozvahy a riziko spojené s těmito úvěry přenést na investory.

Informace o kvalitě poskytnutých úvěrů se ale již nedostane k dalším zúčastněným stranám v procesu sekuritizace a investor, který nakupuje ABS emitované prostřednictvím SPV, nezná přesná rizika spojená s poolem podkladových aktiv. Dostává se tak do nevýhodné situace, jelikož není schopen dostatečně vyhodnotit rizika spojená s danými ABS.

Kothari (2006) také uvádí, že jedním z nejvýznamnějších omezení sekuritizace je **nedostatek dat**, což může být způsobeno tím, že tato data týkající se procesu sekuritizace představují citlivé obchodní informace. Nicméně díky velikosti a provázanosti trhů se sekuritizačními produkty roste potřeba získat objektivní a pravdivé údaje, které by pomohly lépe zmapovat tento sektor. Zveřejnění těchto dat je požadováno různými institucemi, které se zabývají regulací finančního trhu, ale tato data požadují i samotní účastníci procesu sekuritizace, jako jsou např. ratingové agentury, obsluhovatelé, správci a bezesporu mají význam i pro samotné investory.

Sekuritizace představuje dle Kothariho (2006) **nákladný zdroj financování**. Kothari (2006) uvádí, že celkové náklady sekuritizovaných aktiv, by měly být teoreticky nižší než náklady spojené s tradičními způsoby financování. Ve skutečnosti se ale sekuritizace ukázala být velmi nákladným zdroje financování, a to zejména na rozvíjejících se trzích. Jedním z důvodů vyšší nákladnosti sekuritizace je dle Kothariho (2006) tzv. „nevědomostní prémie“ požadovaná investory. Jelikož je sekuritizace v mnoha zemích stále poměrně nový fenomén a vzhledem k nedostatku informovanosti, požadují investoři tuto nevědomostní premii v rámci sekuritizace v podobě vyšších výnosů.

3.7 Sekuritizace v Evropě a v zemích eurozóny

Následující podkapitoly budou věnovány vývoji sekuritizace. Nejprve bude porovnán vývoj sekuritizace v Evropě a v USA. Následně bude sledován vývoj sekuritizace v Evropě podle typu emitovaných cenných papírů. Pozornost bude také věnována rozdílnému vývoji sekuritizace v zemích eurozóny, kdy budou zmíněna jistá specifika sekuritizace v těchto zemích.

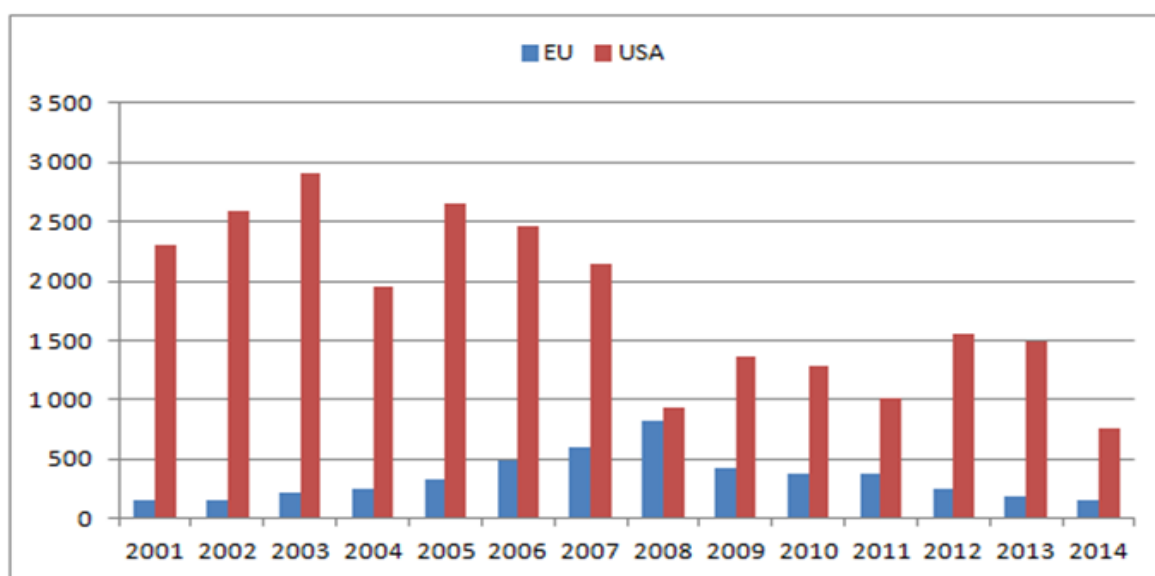
3.7.1 Sekuritizace v Evropě

Jak již bylo zmíněno na začátku této kapitoly, sekuritizace se dle BIS (1992) ve větším měřítku rozšířila v USA jako již v 70. letech 20. století, kde se začala využívat pro transformaci hypotečních zástavních listů. Velký rozvoj sekuritizace na území USA (převážně rozvoj MBS) si Kara et al. (2011) vysvětlují také díky vzniku GSE, jako např. Fannie Mae a Freddie Mac, jež byly založeny za účelem nákupu hypoték na sekundárním

trhu a jejich následným prodejem investorům. Rozvoj sekuritizačního trhu na území Evropy začal dle Kary et al. (2011) mnohem později, a to až na konci 90. let 20. století. K většímu rozvoji sekuritizace přispělo dle ECB (2008b) zejména zavedení eura v roce 1999, kdy zavedení této společné měny přispělo k užší finanční integraci v Evropě. Tato situace zjednodušila emitentům přístup k širší skupině potenciálních investorů a investoři byli motivováni zvýšením svých výnosů a také se jim naskytla příležitost k větší diverzifikaci svých investic. Dalším impulzem k většímu využívání sekuritizace úvěrů ze strany bank bylo zavedení dohod o kapitálové přiměřenosti Basel I a Basel II.

Rozdílný vývoj sekuritizace na území USA a Evropy lze pozorovat v grafu 3.1. Z grafu je patrné, že objem emitovaných cenných papírů vzniklých díky sekuritizaci v USA výrazně převyšuje tento objem emitovaný v Evropě. Tento trend je nejmarkantnější mezi lety 2001 a 2007, kdy objem emitovaný v USA je několikanásobně vyšší než v Evropě. Rok 2008 se jeví jako zlomový, jelikož se emitované objemy obou zemí přiblížily. Tuto situaci lze vysvětlit problémy finančního trhu USA, které byly způsobeny světovou finanční krizí. Z grafu 3.1 je také patrné, že nedávná finanční krize měla významný tlumící účinek na sekuritizační činnost i na území Evropy.

Graf 3.1 Sekuritizace v USA a Evropě v letech 2001 až 2014 (v miliardách EUR)



Zdroj: AFME (2014), vlastní úprava.

Vývoj sekuritizace v Evropě dle typu emitovaných cenných papírů

Jak je patrné z grafu 3.2, největší podíl emitovaných cenných papírů v rámci sekuritizace zaujímají RMBS, a to po celý časový úsek znázorněný v tomto grafu. Také lze

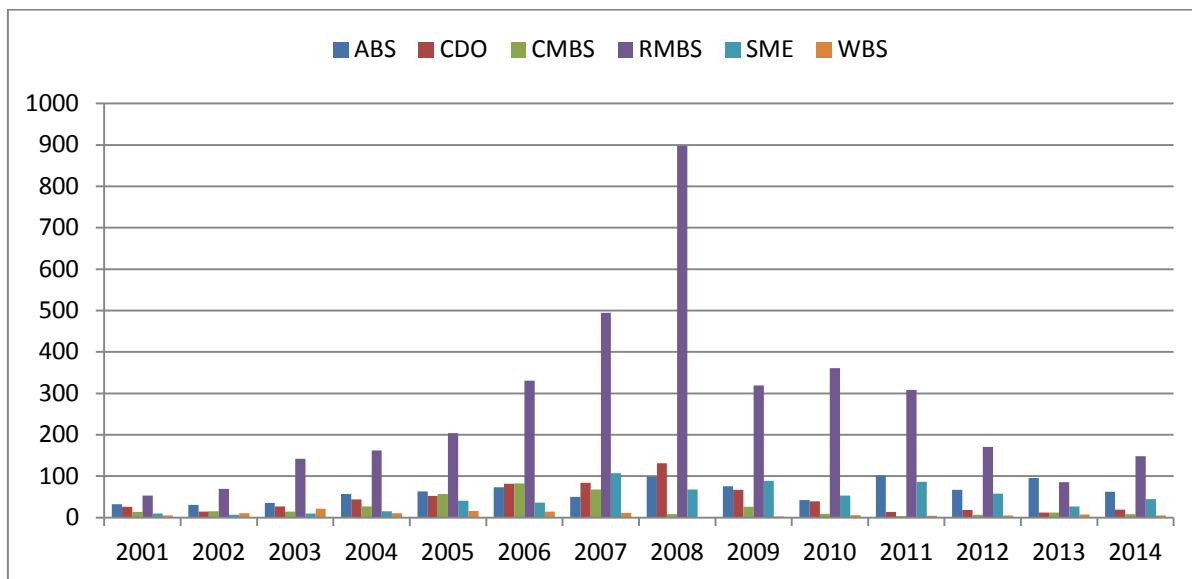
vypozorovat rostoucí trend od roku 2001 do roku 2008, kdy objem emitovaných RMBS neustále rostl a v roce 2008 dosáhl svého maxima. Podíl RMBS na celkové emisi cenných papírů v roce 2008 činil 74 %. V roce 2009 následoval velký propad emise RMBS a jejich podíl na celkové emisi se propadl na 54 %. Vyjma roku 2010 a 2014 objem emitovaných RMBS od roku 2008 neustále klesal, nicméně po celou dobu představují RMBS nejobtívnější složku emitovaných cenných papírů.

Dalšími sledovanými skupinami cenných papírů jsou ABS, CDO a CMBS. Od roku 2001 do roku 2007 se objemy těchto emitovaných cenných papírů příliš nelišily. Z grafu 3.2 lze vypozorovat, že rozdíl mezi nimi opravdu nebyl nijak markantní (na rozdíl od objemu emitovaných RMBS) a až do roku 2007 se vyznačovaly spíše rostoucí tendencí. Zlom nastává v roce 2008, kdy objemy emitovaných ABS a CDO byly přibližně stejné, ale objem emitovaných CMBS představoval necelé jedno procento z celkového emitovaného objemu. V roce 2007 činil podíl CMBS na celkové emisi 8,29 %, kdežto v roce 2008 následoval velký propad emise CMBS a jejich podíl na celkové emisi činil pouhých 0,67 %.

Od roku 2009 převažují emise ABS nad CDO a CMBS a tento vývoj pokračuje až do roku 2014 (objemy jednotlivých emitovaných cenných papírů jsou k nahlédnutí v příloze 1). V grafu 3.2 je též možnost sledovat vývoj sekuritizace úvěrů malých a středních podniků (Small and Medium-Sized Enterprises, SME) a tzv. Whole Business Securitisation (WBS)¹⁰.

¹⁰Whole Business Securitisation (WBS) je označení pro sekuritizaci, kdy je zajištění pro vzniklé ABS odvozeno z provozních příjmů celého podniku nebo jeho části. Tato finanční metoda je zajištěná prostřednictvím cash flow, které generuje podnik samotný, a jedná se tak o jakousi hybridní metodu, která se vyznačuje jak charakteristikami zajištěného podnikového financování, tak charakteristikami sekuritizace aktiv.

Graf 3.2 Vývoj sekuritizace v Evropě podle typu emitovaných cenných papírů v letech 2001 až 2014 (v miliardách USD)



Zdroj: SIFMA (2015), vlastní úprava.

3.7.2 Sekuritizace v zemích eurozóny

Jak uvádí Kameníková (2011) a ECB (2008b), trh se strukturovanými produkty denominovanými v eurech se více rozvinul zejména zásluhou zavedení jednotné měny euro. Díky tomu se trh se strukturovanými produkty vyvíjel rychleji v zemích eurozóny ve srovnání s ostatními regiony Evropy (kromě vývoje sekuritizace ve Velké Británii, která má největší trh se sekuritizovanými cennými papíry z celé Evropy).

ECB (2008b) také uvádí, že pro sekuritizační trh v eurozóně jsou typické některé charakteristiky. Za prvé, při překonávání omezené velikosti a fragmentace trhů s firemními dluhopisy na území eurozóny je připisována zvláštní úloha syntetické sekuritizaci. Druhým významným charakteristickým rysem jsou značné rozdíly v úrovni a objemu sekuritizace mezi jednotlivými zeměmi eurozóny a třetí charakteristikou je dominance RMBS vůči ostatním strukturovaným produktům v zemích eurozóny a také nízká úroveň sekuritizace úvěrů malých a středních podniků.

Úloha syntetické sekuritizace

ECB (2008b) uvádí, že možnost přímého financování nefinančních podniků prostřednictvím trhu firemních dluhopisů je na území eurozóny tradičně spíše omezená, a to navzdory jistému růstu této možnosti od zavedení eura. Podniky, které získávají finanční prostředky prostřednictvím produktů kapitálového trhu, mají tendenci se soustředit spíše v

určitém odvětví, jako jsou například telekomunikace. S ohledem na omezenou možnost financování podniků prostřednictvím firemních dluhopisů mají syntetické CDO pozitivní význam jako alternativní zdroj financování. Syntetické CDO umožnily investorům rozšířit svou rizikovou expozici vůči více podnikům i odvětvím, než bylo v minulosti možné. Navíc při procesu syntetické sekuritizace zůstávají aktiva v rozvahách původce, díky tomu jsou správní a právní náklady výrazně nižší než v případě *tru sale* sekuritizace, kdy dochází k přímému prodeji aktiv. Odhadnout objem vydaných syntetických CDO jde velice obtížné, protože se většinou jedná o soukromé transakce a údaje nejsou plně dostupné veřejnosti. Nicméně ECB (2008b) uvádí, že objem vydaných syntetických CDO v předkrizovém období převyšoval objem Cash flow CDO, ale po turbulencích na finančním trhu měl objem syntetických CDO tendenci se snižovat.

Rozdíly v objemu sekuritizace mezi jednotlivými zeměmi eurozóny

Jedním z hlavních faktorů, který způsobuje rozdílný vývoj sekuritizace v zemích eurozóny, souvisí dle ECB (2008b) s vývojem emitovaných RMBS. Jak již bylo uvedeno výše, RMBS se podílejí největším objemem na celkové sekuritizaci v Evropě a totéž platí i pro země eurozóny. Objem emise RMBS je obecně vyšší v zemích jako Španělsko a Nizozemsko, kde objem úvěrů na bydlení a koupi domu roste podstatně rychleji než bankovní vklady.

Dalším klíčovým faktorem, který ovlivňuje emisi RMBS v různých zemích, je právní rámec upravující předčasné splacení hypotečních úvěrů ze strany dlužníků. V zemích, ve kterých jsou uplatňovány vysoké sankce, které snižují motivaci pro předčasné splácení ze strany dlužníků, mají původci aktiv (banky) obecně menší potřebu využívat RMBS k přenesení rizika předčasného splacení na investory.

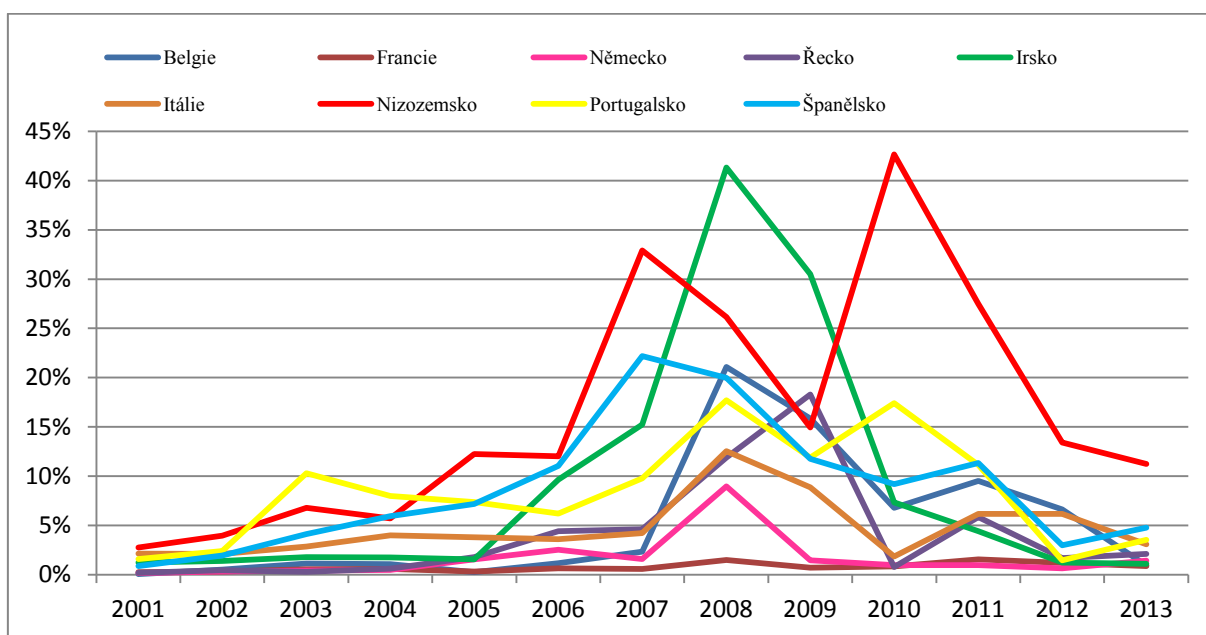
Emitovaný objem strukturovaných cenných papírů (a to nejen RMBS) také výrazně ovlivňují právní, administrativní a různé další regulatorní faktory. Například absence některých specifických pravidel v občanských zákonících jednotlivých zemí má buď odradit účastníky trhu od sekuritizace aktiv, nebo zatěžuje sekuritizační proces zvláštními ekonomickými a administrativními náklady, jako je například zdanění některých činností v procesu sekuritizace.

Rozdílný vývoj sekuritizace ve vybraných zemích eurozóny lze pozorovat v příloze 2. V této příloze jsou data v absolutních hodnotách k dispozici v časovém období od roku 2001 do roku 2014. Data ohledně vývoje sekuritizace v poměru k HDP jsou k dispozici

v časovém úseku od roku 2001 do roku 2013. V příloze 2 jsou uvedeny hodnoty i pro Velkou Británii. Přestože Velká Británie nepatří mezi členské země eurozóny, jedná se o největšího emitenta sekuritizovaných produktů z celé Evropy (pokud bereme v úvahu absolutní hodnoty), a je zde zmiňována z důvodu lepší přehlednosti a ucelenosti informací.

Z grafu 3.3 lze pozorovat, že mezi země s největším trhem se strukturovanými cennými papíry vzhledem k HDP v eurozóně patří na prvním místě Nizozemsko, které je následováno Irskem. Nizozemsko a Irsko výrazně převyšují ostatní sledované země. Kromě těchto dvou dominantních zemí je objem sekuritizace také oproti ostatním zemím významný ve Španělsku a Portugalsku. Pro větší přehlednost jsou země s největším trhem se sekuritizovanými produkty zobrazeny zvlášť v grafu 3.4 a země, jejichž emise nedosahují tak velkých objemů, jsou zobrazeny v grafu 3.5.

Graf 3.3 Vývoj sekuritizace v zemích eurozóny v poměru k HDP v letech 2001 až 2013

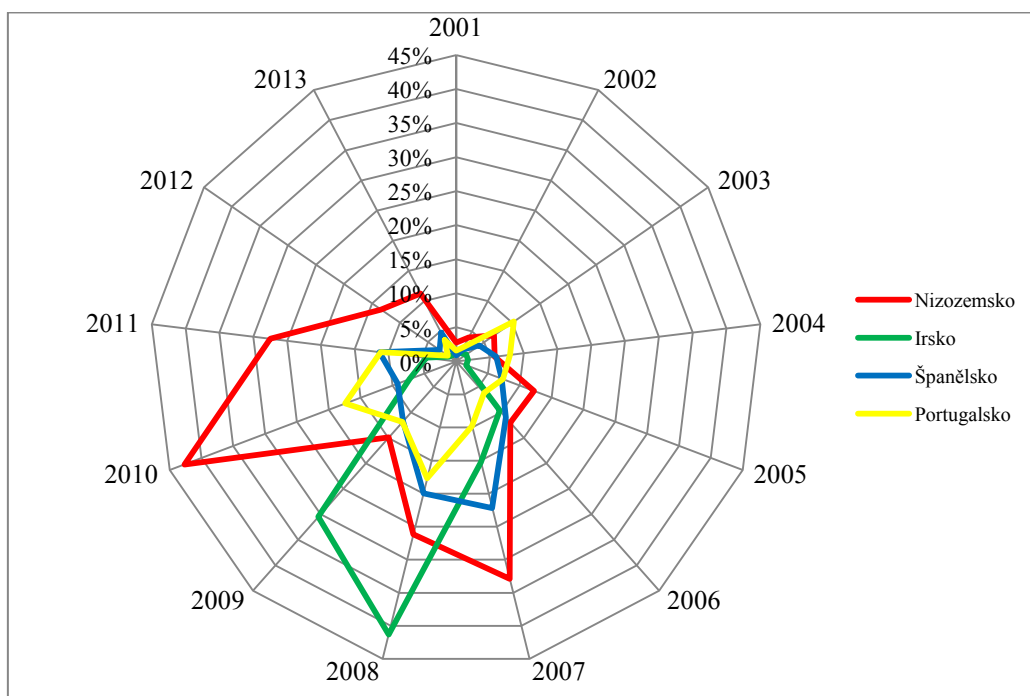


Zdroj: SIFMA (2015), Eurostat (2015), OZFOREX (2015), vlastní úprava.

Pokud se zaměříme na emise sekuritizovaných produktů Nizozemska, lze z grafu 3.4 vypožorovat velmi zajímavý vývoj. Od roku 2001 do roku 2006 se pohyboval podíl emise na HDP v rozmezí 2 až 12 %. Oproti tomu v roce 2007 a v roce 2010 lze sledovat dvě maxima emise, kdy podíl na HDP dosahoval v roce 2007 necelých 33 % a v roce 2010 téměř 43 %. Od roku 2011 tento podíl již není tak dramatický a v roce 2013 dosahoval 11 %.

Další dominantní zemí je Irsko. Irsko sice ve sledovaném období dosahovalo nižších objemů emise než Nizozemsko, ale v roce 2008 a 2009 překonalo Nizozemsko, u kterého naopak v těchto letech docházelo k poklesu emise sekuritizovaných produktů. Na třetím místě se nachází Španělsko, které je následováno Portugalskem.

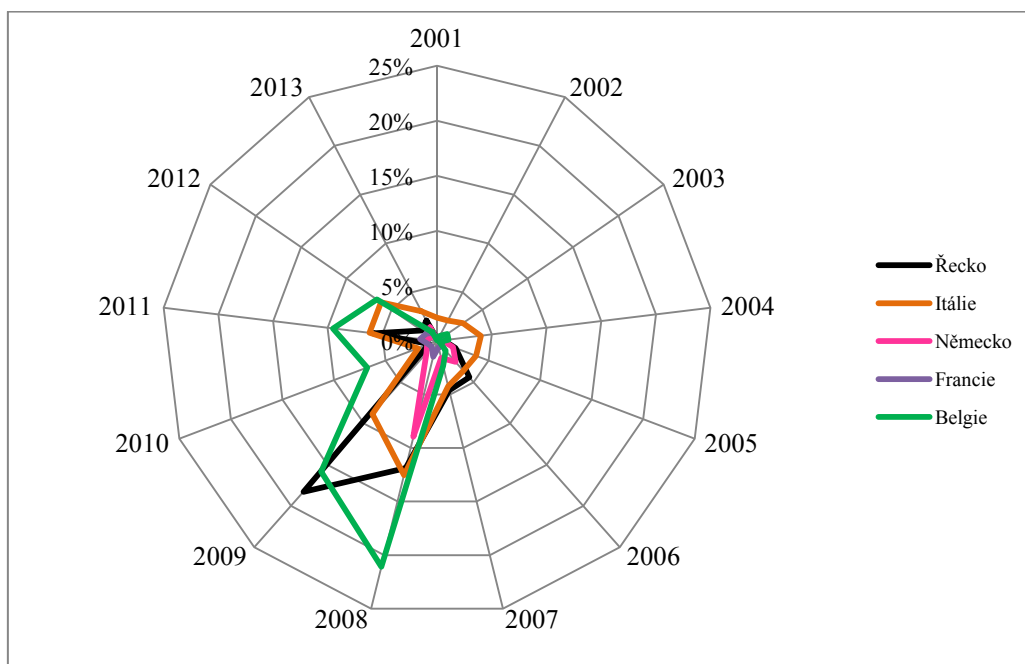
Graf 3.4 Vývoj sekuritizace ve vybraných zemích eurozóny v poměru k HDP v letech 2001 až 2013 (v %)



Zdroj: SIFMA (2015), Eurostat (2015), OZFOREX (2015), vlastní úprava.

V grafu 3.5 lze sledovat vývoj sekuritizace Řecka, Itálie, Německa, Francie a Belgie. Z těchto zemí dosahuje největších objemů sekuritizace Belgie, na druhém místě se nachází Řecko a dále následuje Itálie (pokud se podíváme do přílohy 2, zjistíme, že Itálie dosahuje v absolutních hodnotách v porovnání s ostatními zeměmi vysokých objemů emise sekuritizovaných produktů, nicméně při porovnání vzhledem k HDP sekuritizace v Itálii není tak velká, jak by se na první pohled mohla zdát). Zajímavý je také fakt, že s ohledem na velikost německé a francouzské ekonomiky jsou objemy emisí obou těchto zemí podstatně nižší v porovnání např. s Řeckem či Belgií.

Graf 3.5 Vývoj sekuritizace ve vybraných zemích eurozóny v poměru k HDP v letech 2001 až 2013 (v %)

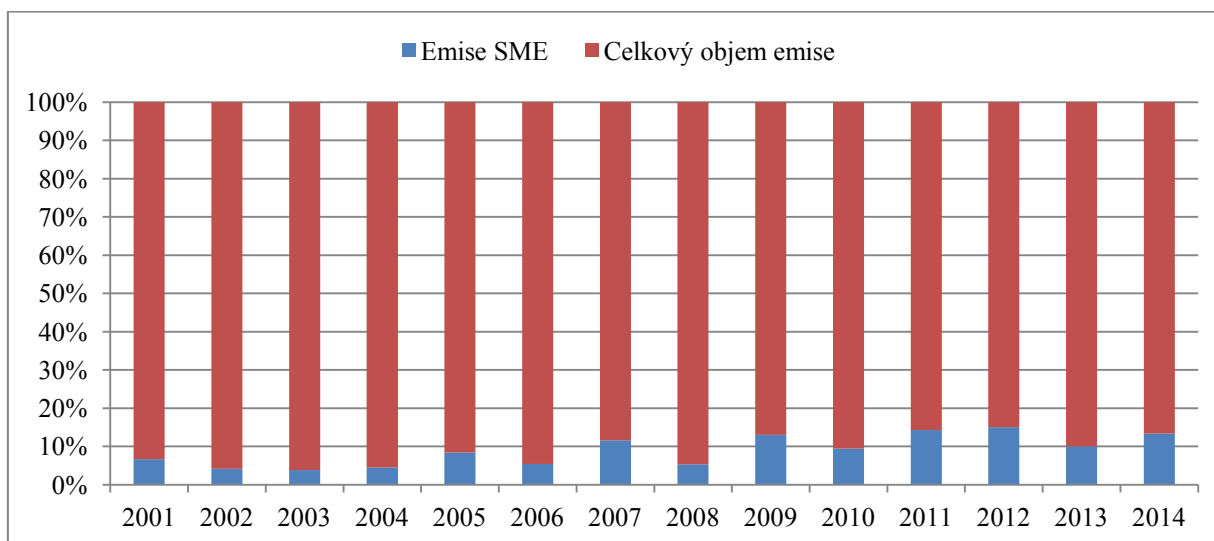


Zdroj: SIFMA (2015), Eurostat (2015), OZFOREX (2015), vlastní úprava.

Sekuritizace úvěrů malých a středních podniků

Malé a střední podniky (SME) jsou dle AFME (2013) páteří evropské ekonomiky, a to z toho důvodu, že více než 90 % všech evropských podniků je reprezentováno právě SME. V Evropě tvoří emise ABS zajištěných úvěry poskytnutými SME velice malou část z celkového objemu emise strukturovaných cenných papírů. Ačkoli se objem emitovaných ABS zajištěných úvěry SME od roku 2001 postupně zvyšoval, zvláště mezi lety 2007 a 2011, jejich podíl na celkové emisi strukturovaných cenných papírů v rámci sekuritizace je velice malý. Tento fakt potvrzuje graf 3.6 (vývoj sekuritizace SME bylo možné sledovat již v grafu 3.2, ale pro lepší přehlednost je uveden graf 3.6). SME tedy představují prozatím relativně omezený, ale důležitý segment evropského trhu se strukturovanými finančními produkty.

Graf 3.6 Podíl sekuritizace úvěrů malých a středních podniků na celkovém objemu sekuritizace v Evropě (v miliónech USD)



Zdroj: SIFMA (2015), vlastní úprava.

Dle ECB (2008b) je vývoj ABS zajištěných úvěry SME je v rámci eurozóny obdobný jako v celé Evropě. Existuje několik faktorů, které mají tendenci brzdit sekuritizaci úvěrů SME v eurozóně. ECB (2008b) uvádí, že se v první řadě jedná o nedostatečnou standardizaci v poskytování úvěrů SME ve srovnání s jinými typy úvěrů, jako jsou například spotřebitelské úvěry nebo hypotéky.

3.8 Dílčí shrnutí kapitoly

Finanční krize z roku 2008 zdůraznila měnící se roli finančních institucí a rostoucí význam systému stínového bankovníctví, který se rozvinul na pozadí sekuritizace aktiv a s tím spojené větší integrace kapitálových trhů. Význam sekuritizace se v průběhu let měnil a ve větším měřítku se sekuritizace rozšířila v 70. letech 20. století v USA, kde se začala využívat pro transformaci hypotečních úvěrů do hypotečních zástavních listů (MBS). V Evropě se sekuritizace začala využívat podstatně později, a to na konci 90. let 20. století.

Rozvoj sekuritizace způsobil, že mnohé banky upustily od tradičního obchodního modelu, se kterým do té doby operovaly, tzv. Originate-to-Hold modelu (OTH), kdy banky poskytnuté půjčky držely ve svých rozvahách až do doby splatnosti a začaly využívat tzv. Originate-to-Distribute model (OTD). Poskytnuté půjčky již banky nedržely v rozvahách do doby splatnosti, ale dále je prodávaly investorům prostřednictvím různých forem SPV (často zakládaných samotnými bankami). Podstatou OTD modelu je využívání procesu

sekuritizace, díky kterému se banky mohou zbavit nelikvidních aktiv v jejich rozvahách výměnou za dodatečný zdroj financování.

Se sekuritizací aktiv se pojí celá řada výhod jak z pohledu původce aktiv, tak z pohledu investorů. Pravděpodobně nejsilnějším motivem pro banky, jakožto pro regulované finanční instituce, je možnost snížit nároky na kapitálovou přiměřenost, které jsou například v evropských zemích určeny dohodami Basel. Díky sekuritizaci si banky mohou ze svých bilancí vyvést např. riziková aktiva a uvolnit tak kapitál, který byl do té doby zadržovaný z důvodů vyhovění kapitálovým předpisům a navíc za prodej svých aktiv obdrží dodatečné finanční zdroje. Se sekuritizací se ale také pojí celá řada rizik. Jedná se například o rizika spojená s poolem podkladových aktiv, ale také rizika pramenící z asymetrických vztahů mezi skupinou aktérů zúčastněných v celém procesu. Se sekuritizací tedy souvisí například problém asymetrie informací a morální hazard.

Z grafů uvedených v této kapitole vyplývá, že sekuritizace v Evropě nedosahuje takového objemu jako v USA a vývoj sekuritizace v obou regionech byl významně ovlivněn poslední světovou finanční krizí. Mezi strukturovanými cennými papíry, které pocházejí z procesu sekuritizace, dominují na evropském trhu RMBS a stejně tomu tak je i v zemích eurozóny. V kapitole byly také rozebrány základní charakteristiky trhu se sekuritizovanými finančními produkty v zemích eurozóny, kdy za státy s vysokými objemy sekuritizovaných produktů je považováno hlavně Nizozemsko, Irsko, Španělsko a Portugalsko.

Tato kapitola byla věnována problematice procesu sekuritizace z toho důvodu, že se jedná o činnost, které byla v teoretické části vymezena jako činnosti stínového bankovního systému. Banky, které se pomocí sekuritizace aktiv snaží profitovat z této činnosti, často samy zřizují společnosti určené k tomuto účelu, zřizují tedy různé formy SPV, které byly definovány jako subjekty stínového bankovního systému. Stínový bankovní systém se rozrostl právě na pozadí rozvíjející se sekuritizace aktiv, což umožnilo rozvoj nebankovního finančního sektoru a nebankovních finančních institucí (NBFI, viz podkapitola 2.2). Nicméně samotnému vývoji a rozsahu systému stínového bankovníctví v zemích eurozóny bude věnována následující kapitola této diplomové práce.

4 Vývoj a rozsah stínového bankovníctví v zemích eurozóny

Náplní čtvrté kapitoly této diplomové práce, je zhodnotit vývoj a rozsah stínového bankovního systému v zemích eurozóny. Před tím, než budou hodnoceny jednotlivé země, bude stínový bankovní systém sledován souhrně za celou eurozónu.

V této kapitole jsou využívány dva primární zdroje dat pocházející z online databáze ECB. V první řadě se jedná o data získaná z **měnových a finančních statistik ECB** (ECB, 2015a). V této databázi jsou k dispozici např. data týkající se finančních společností zabývajících se sekuritizací (Financial Vehicle Corporation, FVC) a investičních fondů (jiných než MMF). Druhým zdrojem jsou data pocházející z databáze **finančních účtů eurozóny** (Euro Area Accounts, EAA) která poskytují údaje ohledně toků finančních prostředků v eurozóně (ECB, 2015b). EAA data jsou rozčleněna do čtyřech sektorů, a to na finanční společnosti, nefinanční společnosti, vládní instituce a domácnosti. Pro účely této práce jsou důležitá převážně data poskytující informace o sektoru finančních institucí, který v sobě zahrnuje měnové finanční instituce (Monetary Financial Institutions, MFI), ostatní finanční zprostředkovatele (Other Financial Intermediaries, OFI) a pojišťovny a penzijní fondy (Insurance Corporations and Pension Funds, ICPF).

4.1 Bankovní a nebankovní zprostředkovatelé v eurozóně

MFI představují regulovaný bankovní systém a dle ECB (2015c) v sobě zahrnují ECB, národní centrální banky, kreditní instituce (tj. tradiční banky), MMF a další kreditní instituce přijímající vklady. Kreditní instituce reprezentují tradiční finanční zprostředkovatele, tedy tradiční banky.

Nebankovní finanční zprostředkovatelé jsou pak reprezentováni dle Agresti et al. (2013) prostřednictvím MMF (MMF jsou ve statistikách ECB zahrnuty v MFI), OFI a ICPF. Agresti et al. (2013) také uvádí, že lze v rámci OFI identifikovat hned několik subsektorů a konkrétně se jedná o:

- Investiční fondy jiné než MMF,
- FVC,
- a ostatní OFI, pod které spadají finanční instituce poskytující půjčky (Financial Corporations engaged in Lending, FCL), dealéři cenných papírů a finančních derivátů (Securities and Derivative Dealer, SDD), protistrany provádějící vypořádání obchodů (Central Clearing Counterparties, CCP) a ostatní subjekty.

Podrobné pravidelné rozvahové údaje, shromažďované prostřednictvím měnových a finančních statistik ECB, jsou k dispozici pro největší část OFI, tedy pro investiční fondy (jiné než MMF) a také pro FVC. Hlavním limitem statistického pokrytí OFI sektoru jsou prozatím omezená data ohledně ostatních OFI.

ICPF je specifické odvětví, pro které jsou také dostupné rozvahové údaje z měnových a finančních statistik ECB. ICPF sice také plní funkci poskytování úvěrů, ale v jejich případě nedochází k tak velkému stupni transformace splatnosti jako v případě tradičních bank a byť jsou klasifikovány jako nebankovní finanční zprostředkovatelé, Agresti et al. (2013) a Qrquie a Artus (2012) se shodují na tom, že by neměly být považovány za subjekty stínového bankovníctví za situace, kdy nepracují s vyšším stupněm transformace splatnosti.

4.2 Měření systému stínového bankovníctví

Jak již bylo zmíněno v podkapitole 2.5 této práce, FCB (2011b) doporučuje postupovat při identifikaci činností a subjektů stínového bankovníctví na základě dvoustupňového přístupu, kdy by se autority v první řadě měly pokusit identifikovat širokou síť všech nebankovních úvěrových zprostředkovatelů a zajistit sběr dat týkajících se pokud možno všech oblastí, ve kterých by mohlo vznikat riziko spojené se stínovým bankovníctvím. Ovšem problémem při odhadování velikosti stínového bankovního systému je nedostatek dat, která by pokrývala všechny činnosti a subjekty zapojené do systému stínového bankovníctví. Teoretické vymezení subjektů stínového bankovního systému dle Evropské komise (2012) bylo již uvedeno v podkapitole 2.2, nicméně teoretické vymezení subjektů stínového bankovníctví se úplně neshoduje s doposud dostupnými statistikami. Jelikož se analýza vývoje a rozsahu stínového bankovního systému v eurozóně (a později i v jednotlivých zemích eurozóny) zakládá na dostupných datech, pocházejících z online databáze ECB, bude stínový bankovní systém reprezentován prostřednictvím OFI a jeho dvou hlavních subsektorů, pro které jsou uváděna data, tedy investičními fondy (jinými než MMF) a FVC. Data ohledně OFI jsou k dispozici od 1Q/1999 do 1Q/2014. V případě jednotlivých subsektorů jsou k dispozici data za kratší časové období, v případě investičních fondů (jiných než MMF) od 4Q/2008 a v případě FVC od 4Q/2009 do 4Q/2014. V případě jednotlivých zemí jsou statistiky uváděny za rok 2013, jelikož ne u všech zemí eurozóny jsou k dispozici nejnovější údaje.

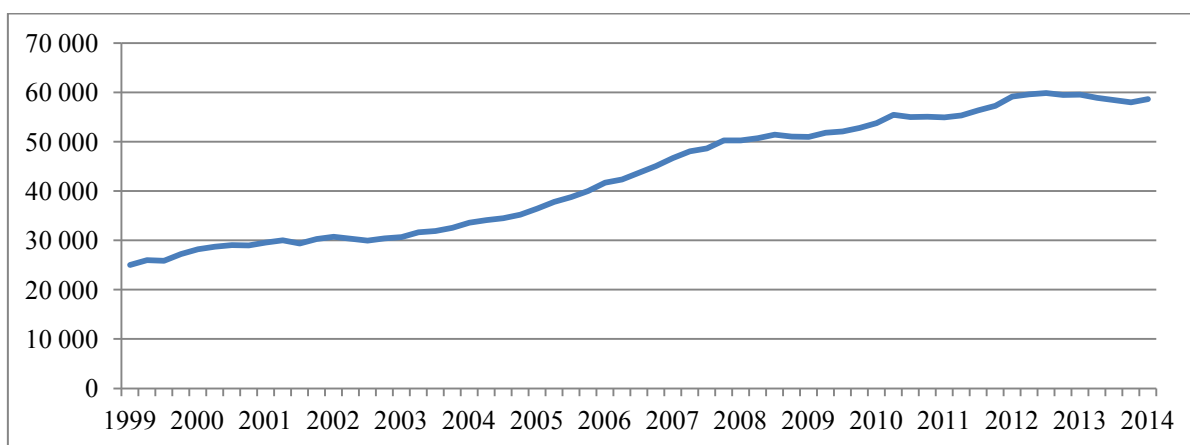
4.3 Potenciální velikost stínového bankovního systému – odhad na základě celkových aktiv

Podkapitola 4.3.1 je zaměřena na odhad potenciální velikosti stínového bankovního systému v eurozóně a následně v jednotlivých zemích eurozóny na základě velikosti aktiv OFI a jednotlivých subsektorů OFI, pro které jsou dostupné rozvahové údaje, tedy pro investiční fondy (jiné než MMF) a pro FVC. Před tím, než bude pozornost věnována aktivům stínového bankovního systému, tedy aktivům OFI a následně jednotlivých subsektorů OFI, bude sledována struktura a vývoj aktiv finančního trhu v eurozóně, konkrétně vývoj aktiv finančních společností a dále aktiva jednotlivých sektorů finančních společností, které jsou pro tuto práci stěžejní, tedy aktiva MFI a OFI (pro doplnění je zobrazen i vývoj aktiv ICPF).

4.3.1 Eurozóna

V první řadě bude pozornost zaměřena na vývoj objemu aktiv finančních společností v eurozóně. Tento vývoj v časovém úseku od 1Q/1999 do 1Q/2014 je ilustrován v grafu 4.1. Z grafu je patrné, že po celé sledované období se objem aktiv finančních společností zvyšoval. Z grafu je patrné, že objem aktiv finančních společností se mezi lety 1999 a 2014 více než zdvojnásobil, a to z hodnoty 25 014 miliard EUR v 1Q/1999 na 58 645 miliard EUR v 1Q/2014.

Graf 4.1 Vývoj objemu aktiv finančních společností v eurozóně od 1Q1999 do 1Q/2014 (v miliardách EUR)

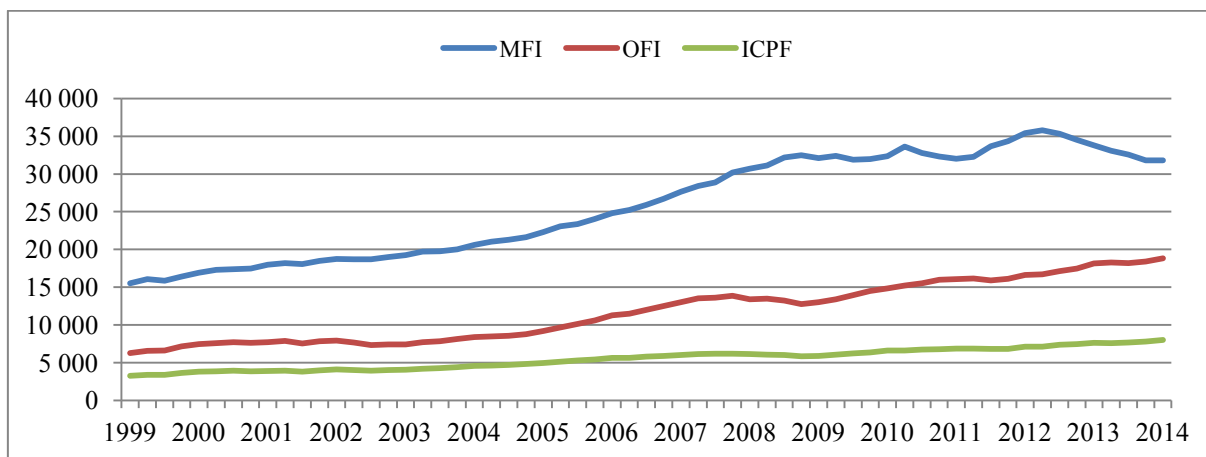


Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Vývoj aktiv jednotlivých sektorů spadajících pod oblast finančních společností je možné pozorovat z grafu 4.2. V tomto grafu je tedy sledován vývoj celkových aktiv MFI,

OFI a ICPF opět od 1Q/1999 do 1Q/2014. Z grafu 4.2 je patrné, že největší objem aktiv představují MFI, kdy na začátku sledovaného období, v 1Q/1999 dosahoval tento objem 15 496 miliard EUR a v 1Q/2014 činil 31 796 miliard EUR. Objem aktiv MFI rostl až do roku 2009, svého maxima dosáhl v 2Q/2012 a od této doby objem klesá. V případě OFI lze sledovat od 1Q/1999 do 4Q/2004 poměrně stabilní vývoj v objemu aktiv. Od 1Q/2005 se objem aktiv OFI začíná postupně zvyšovat, s výjimkou období mezi 1Q a 4Q/2008 a 3Q/2011. V případě aktiv OFI se za sledované časové období zvýšil jejich objem z 6 259 miliard EUR v 1Q/1999 na 18 830 miliard EUR v 1Q/2014. Nejmenší objem aktiv je sledován u ICPF, kdy tento objem během sledovaného období pozvolna rostl z 3 260 miliard EUR v 1Q/1999 na 8 017 miliard EUR v 1Q/2014.

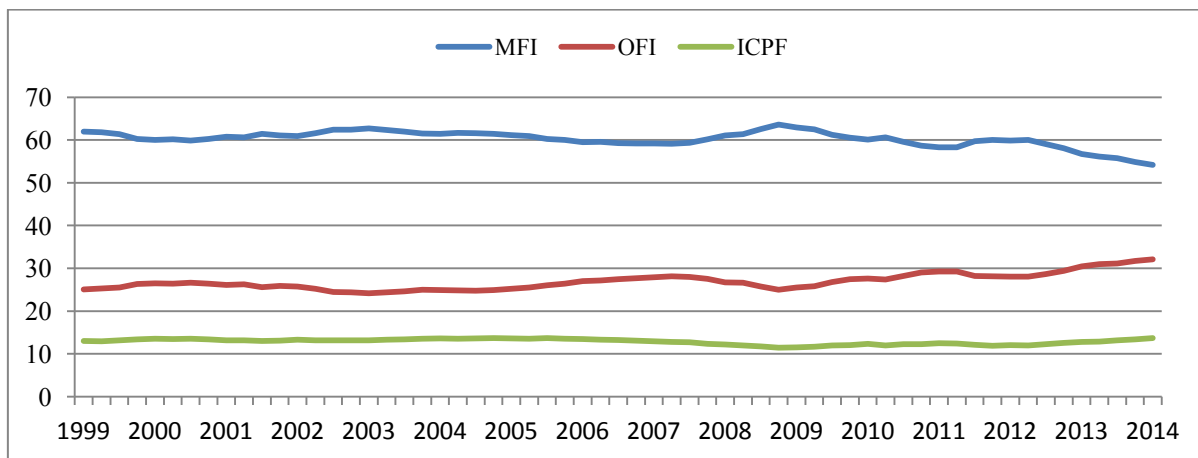
Graf 4.2 Vývoj objemu aktiv MFI, OFI a ICPF v eurozóně od 1Q/1999 do 1Q/2014 letích (v miliardách EUR)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Podíl aktiv jednotlivých sektorů finančních společností na celkových aktivech finančních společností v eurozóně je znázorněn v grafu 4.3. Podíl aktiv MFI na celkových aktivech finančních společností činil v 1Q/1999 61,95 % a na konci sledovaného období, tedy v 1Q/2014, dosahoval tento podíl 54,22 %. Podíl aktiv MFI na celkových aktivech finančních společností se tedy snížil. U OFI lze sledovat opačný vývoj, podíl aktiv OFI na celkových aktivech finančních společností se do 1Q/1999 zvýšil z 25,02 % na 32,11 % v 1Q/2014. Co se ICPF týká, podíl jejich aktiv se za sledované období zvýšil jen nepatrně, a to z 13,03 % v 1Q/1999 na 13,67 % v 1Q/2014.

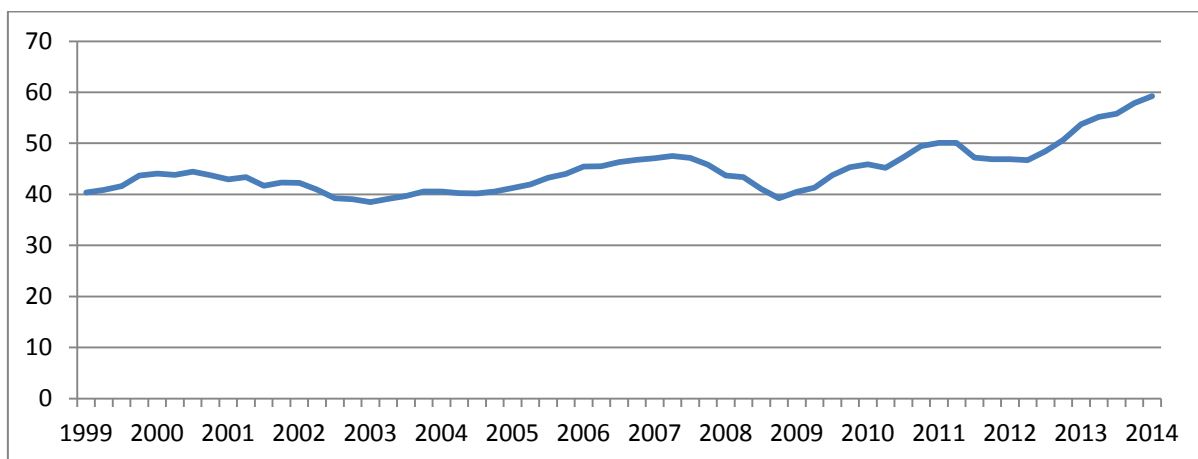
Graf 4.3 Vývoj podílu aktiv MFI, OFI a ICPF na celkových aktivech finančních společností v eurozóně od 1Q/1999 do 1Q/2014 (v %)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Nyní bude pozornost zaměřena pouze na dva sektory spadající pod kategorii finančních společností, které jsou pro účely této práce klíčové, tedy na MFI a OFI, kdy bude sledován podíl aktiv OFI na aktivech MFI od 1Q/1999 do 1Q/2014. Vývoj tohoto podílu lze pozorovat v grafu 4.4 a je patrné jasné zvýšení tohoto podílu, kdy v 1Q/1999 činil 40,39 % a v 1Q/2014 dosahoval podíl aktiv OFI na aktivech MFI již 59,22 %.

Graf 4.4 Vývoj podílu aktiv OFI na aktivech MFI v eurozóně od 1Q/1999 do 1Q/2014 (v %)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Jak již bylo zmiňováno na začátku kapitoly, stínový bankovní systém bude pro účely této práce reprezentován prostřednictvím OFI a tradiční banky (regulované instituce) budou reprezentovány prostřednictvím MFI. Na základě této informace a na základě grafu 4.3 lze tedy říci, že se podíl aktiv stínového bankovního systému na celkových aktivech

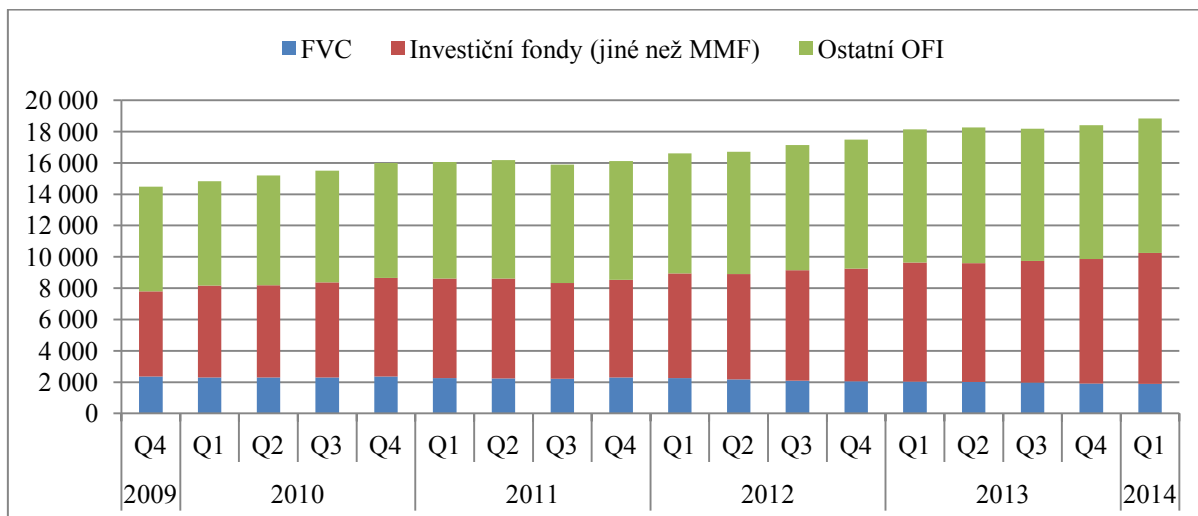
finančních společností během sledovaného období zvýšil a naopak podíl aktiv tradičního bankovního systému se snížil. Pokud tedy budeme pohlížet na zvyšující se podíl aktiv OFI na celkových aktivech finančních společností jako na jeden z možných indikátorů významnosti stínového bankovního systému v eurozóně, lze z grafu 4.3 usuzovat, že význam stínového bankovního systému v eurozóně jako celku roste. O rostoucím významu stínového bankovního systému lze usuzovat také na základě rostoucího podílu aktiv OFI, tedy aktiv stínového bankovního systému, na aktivech MFI, který představuje tradiční bankovní systém, viz graf 4.4.

Aktiva subsektorů OFI

Nyní bude pozornost zaměřena také na vývoj aktiv jednotlivých subsektorů OFI, tedy na aktiva investičních fondů (jiných než MMF) a na aktiva FVC. V případě jednotlivých subsektorů OFI bude bráno v úvahu kratší časové období, a to od 4Q/2009 do 1Q/2014, jelikož data ohledně FVC jsou dostupná pouze za toto zmiňované časové období.

Z grafu 4.5 lze vypořizovat, že investiční fondy (jiné než MMF) tvoří velmi významnou část celkových aktiv OFI, a to po celé sledované období od 4Q/2009 do 1Q/2014. Po celé toto sledované období tvořil podíl aktiv investičních fondů (jiných než MMF) na celkových aktivech OFI v průměru 40,46 %. Aktiva FVC dosahují již podstatně menších hodnot než aktiva investičních fondů a v průměru za celé sledované období dosahoval podíl aktiv FVC na celkových aktivech OFI 13,15 %. Jackson a Matilainen (2012) uvádí, že i přes nedávné pokroky ve sběru dat ohledně OFI (hlavně ve sběru dat o FVC), velká část OFI zůstává tzv. „zbytková“ a v grafu 4.5 jsou označena jako ostatní OFI. Aktiva těchto ostatních OFI zaujímají na celkových aktivech OFI za celé sledované období v průměru podíl 46,45 %. Z grafu 4.5 lze také vypořizovat, že celková aktiva investičních fondů (jiných než MMF) se během sledovaného období zvýšila a oproti tomu celková aktiva FVC se snížila.

Graf 4.5 Vývoj aktiv jednotlivých subsektorů OFI od 4Q/2009 do 1Q/2014 (v miliardách EUR)



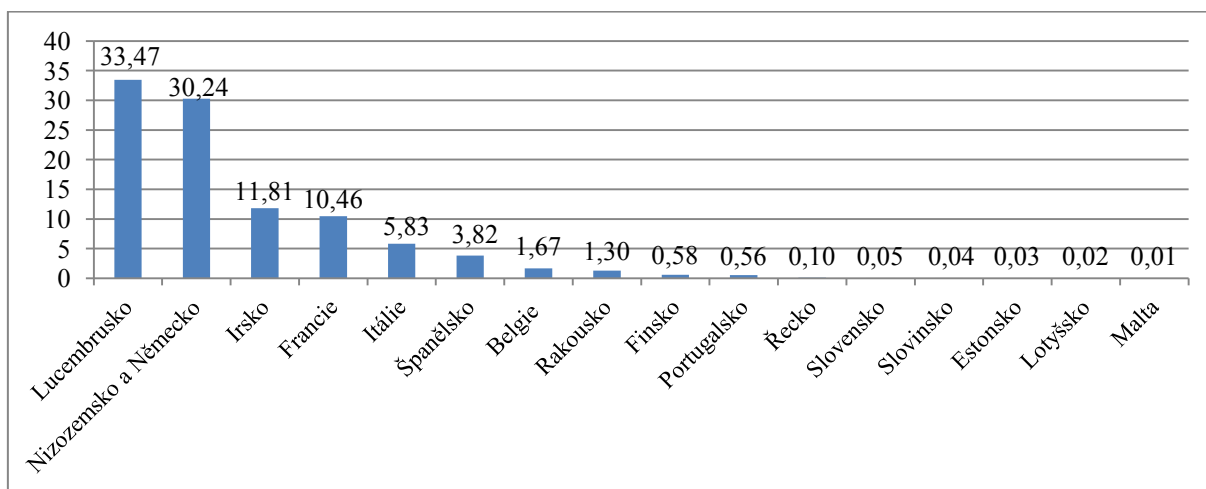
Zdroj: ECB (2015a), vlastní úprava.

4.3.2 Jednotlivé země eurozóny

Z důvodu omezenosti dat pro jednotlivé členské země eurozóny jsou dané statistiky uváděny za rok 2013. Pro většinu zemí jsou sice k dispozici i hodnoty z 1Q/2014, ale např. pro Irsko tyto hodnoty chybí a tím pádem by chyběla ve statistikách země s poměrně významným OFI sektorem (viz graf 4.7). Dalším omezením v případě dat týkajících se jednotlivých zemí eurozóny byly chybějící údaje ohledně celkových aktiv MFI a OFI u Nizozemska a Německa. Pro tyto dvě země data zcela chybí, a proto byla velikost jak MFI, tak OFI sektoru odhadnuta jako rozdíl mezi sumou celkových aktiv všech zemí eurozóny a sumou aktiv jednotlivých členských zemí, pro které byla data dostupná, viz Kučerová (2013), a z tohoto důvodu je Nizozemsko a Německo uváděno v grafu 4.6 a 4.7 dohromady.

Podíl aktiv OFI v jednotlivých zemích eurozóny na celkových aktivech OFI v eurozóně za rok 2013 je znázorněn v grafu 4.6. Lze vypořádat, že největší objem aktiv OFI se nachází v Lucembursku (33,47 %) a v Nizozemsku a Německu (30,24 %). Relativně velký objem aktiv OFI se nachází také v Irsku (11,81 %) a Francii (10,46 %). Co se ostatních zemí týče, je objem aktiv OFI v porovnání s prvními čtyřmi jmenovanými zeměmi podstatně menší. Objem aktiv OFI v Itálii dosahuje 5,83 %, ve Španělsku 3,82 % a v Belgii a Rakousku nepřesahuje tento objem 2 %. Jak je patrné z grafu 4.6, u ostatních zemí dosahuje objem aktiv OFI velice nízkých hodnot (viz případ Malty, kdy se jedná pouze o 0,01 %).

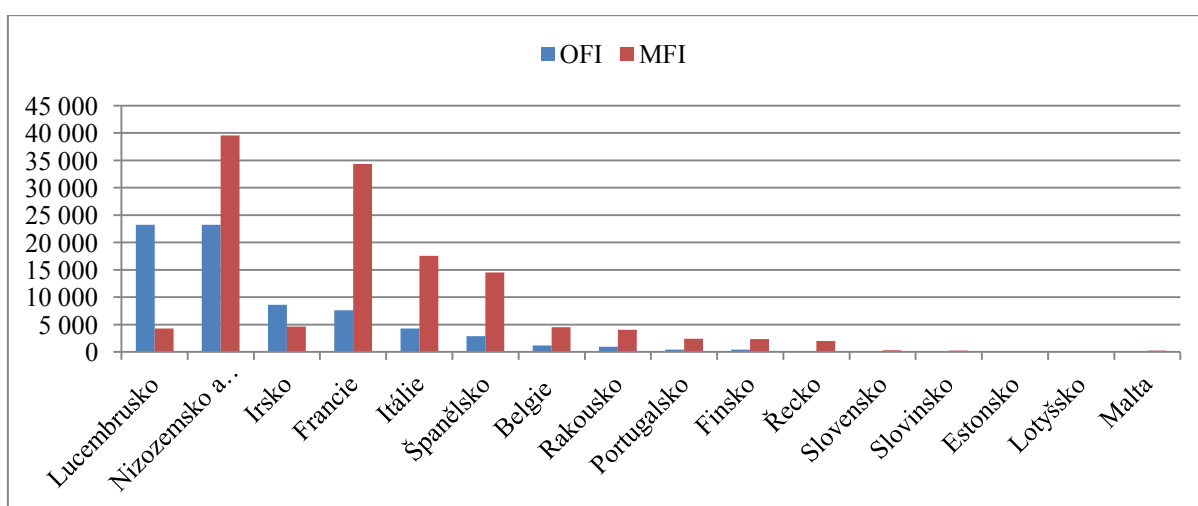
Graf 4.6 Podíl aktiv OFI v jednotlivých zemích eurozóny na celkových aktivech OFI v eurozóně v roce 2013 (v %)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Zatímco relativní význam stínového bankovního systému v eurozóně jako celku významně vrostl, ve většině zemí eurozóny zůstává stínový bankovní systém i nadále podstatně menší, než regulovaný bankovní systém (hodnoceno na základě celkových aktiv OFI a MFI). Výjimkou je ovšem Lucembursko a Irsko. Jak lze pozorovat z grafu 4.7, objem celkových aktiv OFI je v těchto dvou zemích vyšší, než celkový objem aktiv MFI. Významný objem aktiv OFI sektoru je také patrný v Nizozemsku a Německu.

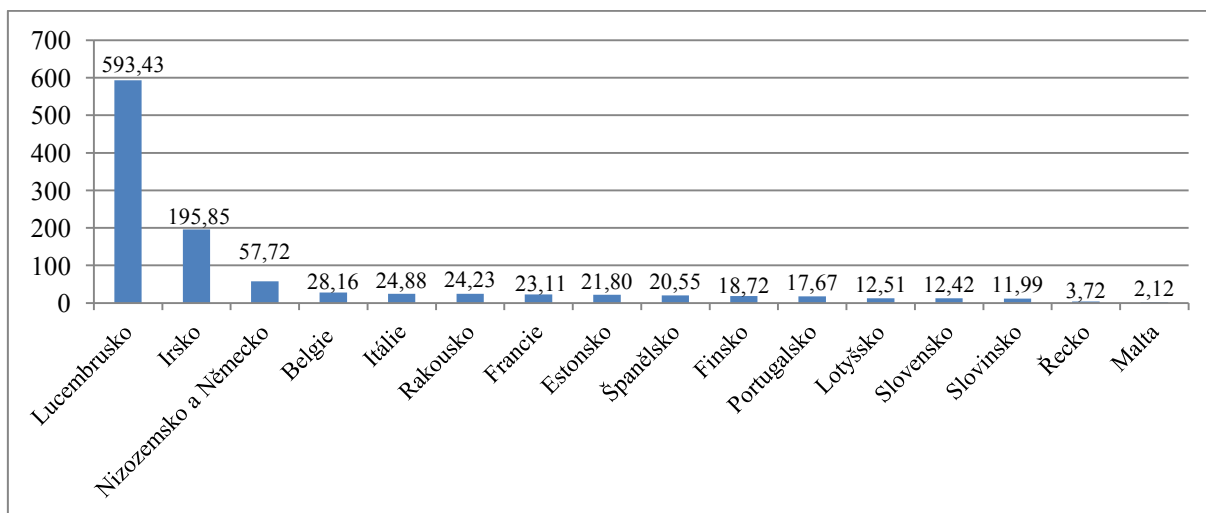
Graf 4.7 objem aktiv OFI a MFI v jednotlivých zemích eurozóny v roce 2013 (miliardy EUR)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Graf 4.8 lze považovat za zásadní ve vztahu k odhadování velikosti systému stínového bankovníctví v jednotlivých členských zemích eurozóny, jelikož nám poskytuje představu o tom, jaký procentuální podíl zaujímají aktiva OFI sektoru, který představuje stínový bankovní systém, na MFI sektoru, jenž reprezentuje tradiční bankovní systém v jednotlivých zemích eurozóny za rok 2013. Již z grafu 4.7 bylo patrné, že OFI sektor je nejvýznamnější v Lucembursku, kde podíl aktiv OFI na aktivech MFI činil 593,43 %. Aktiva OFI v Lucembursku tedy dosahují téměř šestkrát větší hodnoty, než aktiva MFI. Na základě této zjištěné hodnoty lze usuzovat, že stínový bankovní systém je v Lucembursku velmi významný. Další zemí, kde jsou aktiva OFI větší než aktiva MFI, je Irsko. Zde jsou aktiva OFI přibližně dvakrát tak větší, než aktiva MFI (195,85 %). Pro Nizozemsko a Německo byl zjištěn podíl aktiv OFI na aktivech MFI v hodnotě 57,72 % a čtvrtou zemí s nejvyšším podílem je Belgie s 28,16 %. Následuje Itálie, Rakousko, Francie, Estonsko a Španělsko, kde byl tento podíl více než 20 %. Ve Finsku a Portugalsku dosahoval zjištěný podíl podobných hodnot, tedy 18,72 % a 17,67 %. Lotyšsko, Slovensko, Slovinsko, Řecko a Malta jsou pak zeměmi, kde byl podíl aktiv OFI na aktivech MFI nejmenší.

Graf 4.8 Podíl aktiv OFI na aktivech MFI v jednotlivých zemích eurozóny v roce 2013 (v %)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Z grafu 4.8 tedy vyplývá, že systém stínového bankovníctví, odhadován na základě podílu celkových aktiv OFI na celkových aktivech MFI v jednotlivých zemích eurozóny, je nevýznamnější v Lucembursku a Irsku a do jisté míry také v Nizozemsku a Německu (podíl aktiv OFI na aktivech MFI je zde více než poloviční) a jak uvádí ECB (2014a), tvoří přibližně dvě třetiny z celého stínového bankovního systému v celé eurozóně. V ostatních

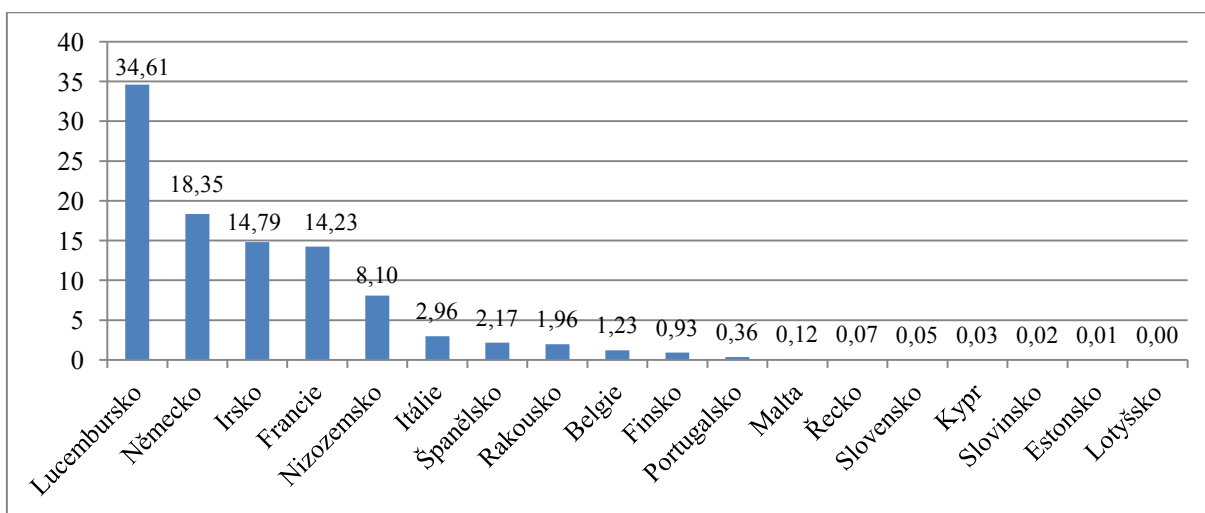
zemích převažují aktiva MFI nad aktivity OFI, což signalizuje, že regulovaný bankovní systém (představován MFI) je v případě těchto zemí na prvním místě před stínovým bankovním systémem.

Aktiva subsektorů OFI

V grafu 4.6, 4.7 a 4.8 byla sledována aktiva OFI jako celku a nyní se zaměříme na aktiva dvou subsektorů OFI, pro která jsou dostupná data z databáze ECB, a tedy na aktiva investičních fondů (jiných než MMF) a na aktiva FVC, kdy bude sledována koncentrace aktiv investičních fondů a FVC v jednotlivých zemích eurozóny vůči eurozóně jako celku.

Nejdříve je v grafu 4.9 pozorován podíl aktiv investičních fondů v jednotlivých zemích na celkových aktivech investičních fondů v eurozóně za rok 2013. Největší podíl aktiv investičních fondů je koncentrován v Lucembursku (34,61 %). V případě ostatních zemí je tento podíl již podstatně menší. Druhý největší podíl aktiv investičních fondů byl zjištěn pro Německo (18,35 %) a následně pro Irsko (14,79 %) a Francii (14,23 %). Ve zbývajících zemích dosahoval v roce 2013 podíl aktiv investičních fondů již malých hodnot a nejmenší podíl byl zjištěn pro Lotyšsko (v grafu jsou hodnoty zaokrouhleny na 2 desetinná čísla, pro Lotyšsko byla zjištěna hodnota 0,004 % a tudíž po zaokrouhlení je v grafu hodnota 0,00 %).

Graf 4.9 Podíl aktiv investičních fondů v jednotlivých zemích eurozóny na celkových aktivech investičních fondů v eurozóně za rok 2013 (v %)

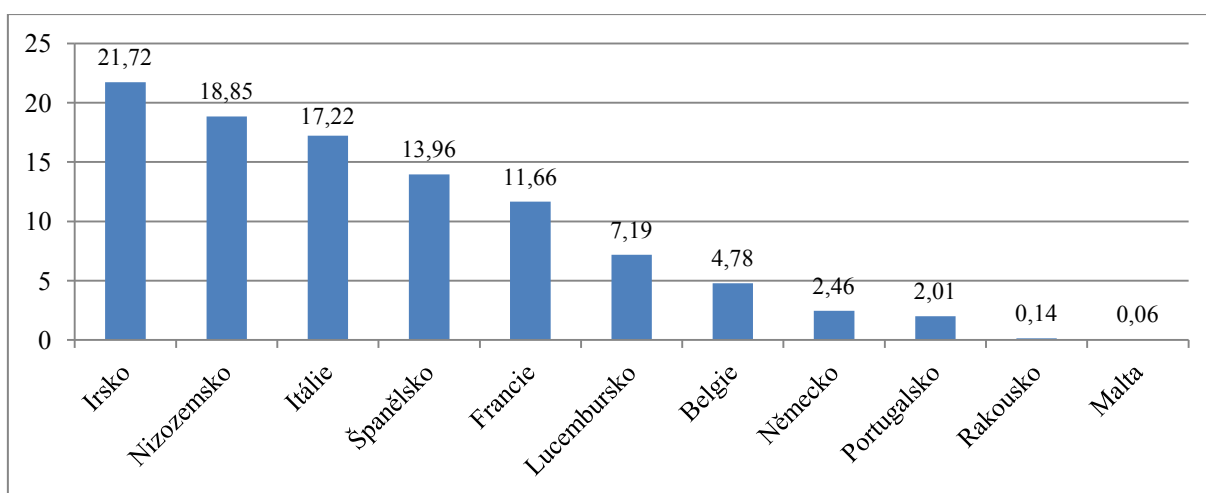


Zdroj: ECB (2015a), vlastní úprava.

V grafu 4.10 je pozorován objem aktiv FVC v jednotlivých zemích eurozóny za rok 2013, a to jako procentuální podíl z celkových aktiv FVC v eurozóně. Z grafu 4.10 je

patrné, že největší podíl aktiv FVC je koncentrován v Irsku (21,72 %) a následně v Nizozemsku (18,85 %). Je zajímavé, že Irsko a Nizozemsko jsou relativně malé země, ale FVC zde drží největší objemy aktiv v porovnání s ostatními zeměmi. Na třetím místě se nachází Itálie, kde je objem aktiv FVC také poměrně vysoký (17,22 %). V ostatních zemích je podíl aktiv FVC podstatně nižší než v Irsku, Nizozemsku a Itálii a nejmenší podíl aktiv FVC na celkových aktivech FVC v eurozóně je pozorován v případě Malty (0,06 %).

Graf 4.10 Podíl aktiv FVC v jednotlivých zemích eurozóny na celkových aktivech FVC v eurozóně v roce 2013 (v %).



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

4.4 Potenciální velikost stínového bankovního systému – odhad na základě objemu celkových poskytnutých úvěrů prostřednictvím OFI

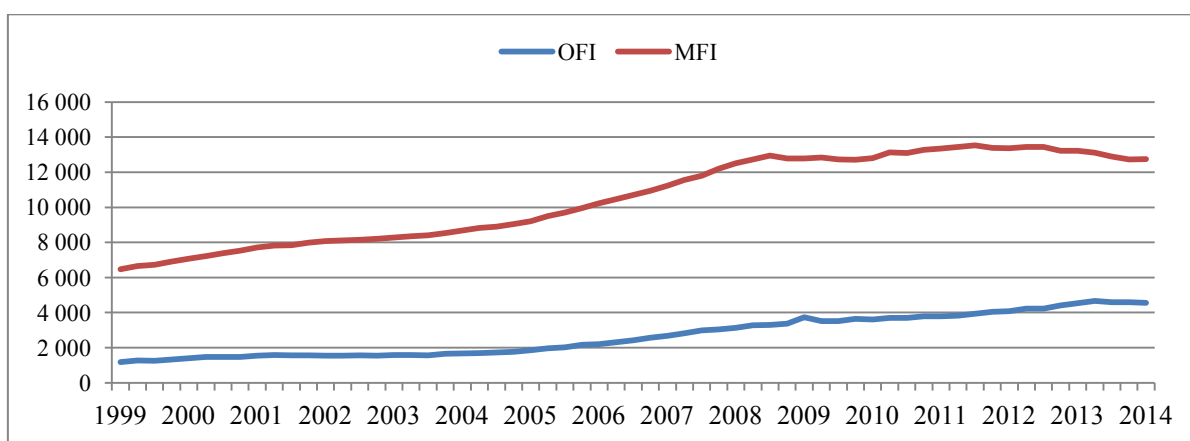
Jak již bylo uvedeno ve 2. kapitole této práce, dle FSB (2011) provozují stínové bankovní subjekty činnosti běžné pro tradiční banky, především se jedná o poskytování úvěrů, nicméně nepodléhají stejnému dohledu a regulaci tak jako tradiční banky. Úvěry poskytnuté prostřednictvím OFI představují zdroj financování v ekonomice a také ekvivalent pro úvěry poskytnuté prostřednictvím tradičních bank. Z tohoto důvodu bude nyní pozornost zaměřena na objem poskytnutých úvěrů prostřednictvím OFI v eurozóně a následně v jednotlivých zemích eurozóny.

4.4.1 Eurozóna

Nejdříve bude z grafu 4.11 pozorován vývoj objemu úvěrů poskytnutých prostřednictvím OFI a MFI. Jak je patrné, po celé sledované období převyšoval objem úvěrů poskytnutých MFI nad úvěry poskytnutými OFI. Na začátku sledovaného období,

tedy v 1Q/1999, činil objem úvěrů MFI 6 477 miliard EUR a v 1Q/2014 dosahoval již 12 749 miliard EUR, zvýšil se tedy téměř dvojnásobně. Poměrně výrazný růst v objemu poskytnutých úvěrů MFI je patrný zejména mezi 1Q/1999 a 4Q/2008. Od této doby se nezvyšoval již tak výrazně a od 3Q/2012 se tento objem začal postupně snižovat. V případě úvěrů poskytnutých OFI lze také pozorovat rostoucí tendenci. Na začátku sledovaného období, v 1Q/1999, dosahoval objem úvěrů OFI 1 183 miliard EUR a v 1Q/2014 byl tento objem již na úrovni 4 553 miliard EUR. Objem úvěrů poskytovaných OFI se během sledovaného období ztrojnásobil.

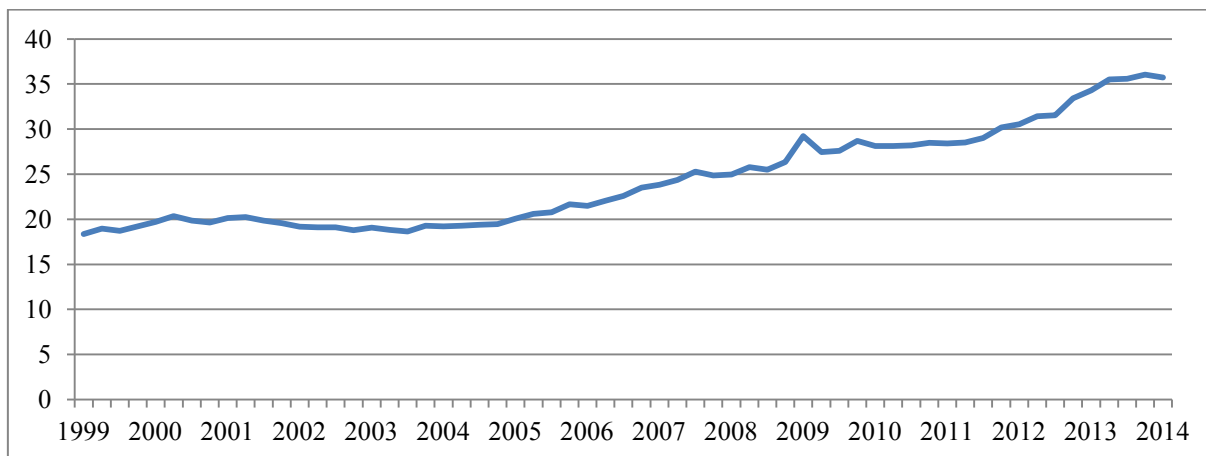
Graf 4.11 Objem poskytnutých úvěrů prostřednictvím OFI a MFI v eurozóně od 1Q/1999 do 1Q/2014 (v miliardách EUR)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

V grafu 4.12 je znázorněn vývoj podílu úvěrů poskytnutých prostřednictvím OFI na úvěrech poskytnutých prostřednictvím MFI od 1Q/1999 do 1Q/2014. Na začátku sledované období dosahoval procentuální podíl úvěrů OFI na úvěrech MFI 18,34 % a až do konce roku 2004 se pohyboval těsně pod hranicí 20 %. Výraznější růst podílu úvěrů OFI na úvěrech MFI lze pozorovat od 1Q/2005, kdy tato zvyšující se tendence je patrná až do 4Q/2013 (podíl na úrovni 36,05 %). Na konci sledovaného období, tedy v 1Q/2014 se tento podíl ovšem nepatrně snížil na úroveň 35,71 %. Na základě tohoto vývoje lze usuzovat, že význam stínového bankovního systému, jako poskytovatele úvěrů v eurozóně, v průběhu sledovaného období rostl, kdy podíl úvěrů poskytovaných OFI na úvěrech poskytovaných MFI se téměř zdvojnásobil.

Graf 4.12 Vývoj podílu poskytnutých úvěrů OFI na úvěrech poskytnutých prostřednictvím MFI v eurozóně od 1Q/1999 do 1Q/2014 (v %)

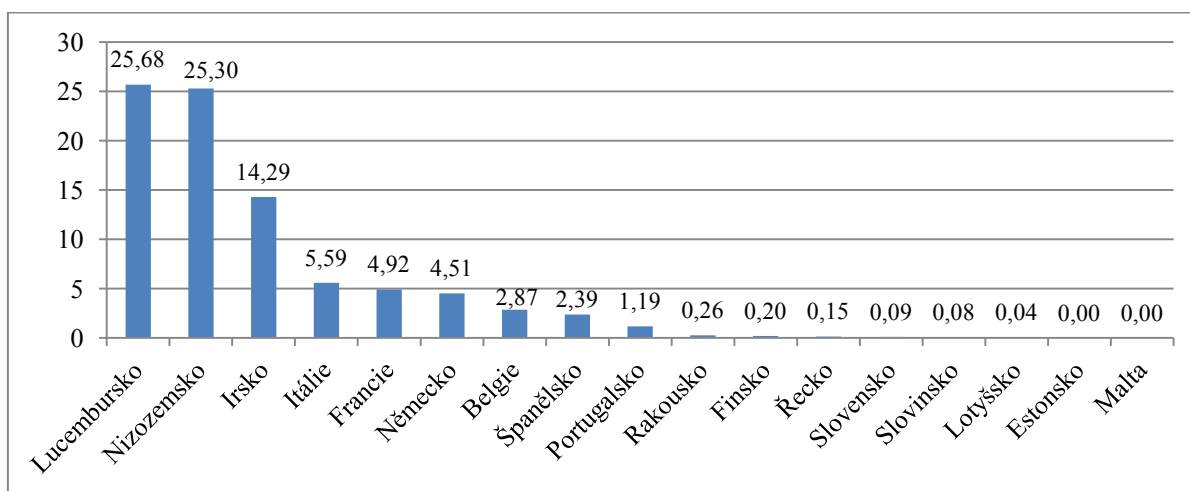


Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

4.4.2 Jednotlivé země eurozóny

Nyní bude pozornost zaměřena na koncentraci objemu úvěrů poskytovaných stínovým bankovním systémem (tedy prostřednictvím OFI) v jednotlivých zemích eurozóny. Nejdříve bude sledován procentuální podíl úvěrů OFI v jednotlivých zemích na úvěrech OFI v eurozóně jako celku v roce 2013. Tento podíl je znázorněn v grafu 4.13.

Graf 4.13 Podíl poskytnutých úvěrů OFI v jednotlivých zemích eurozóny na úvěrech poskytnutých OFI v eurozóně jako celku v roce 2013 (v %)



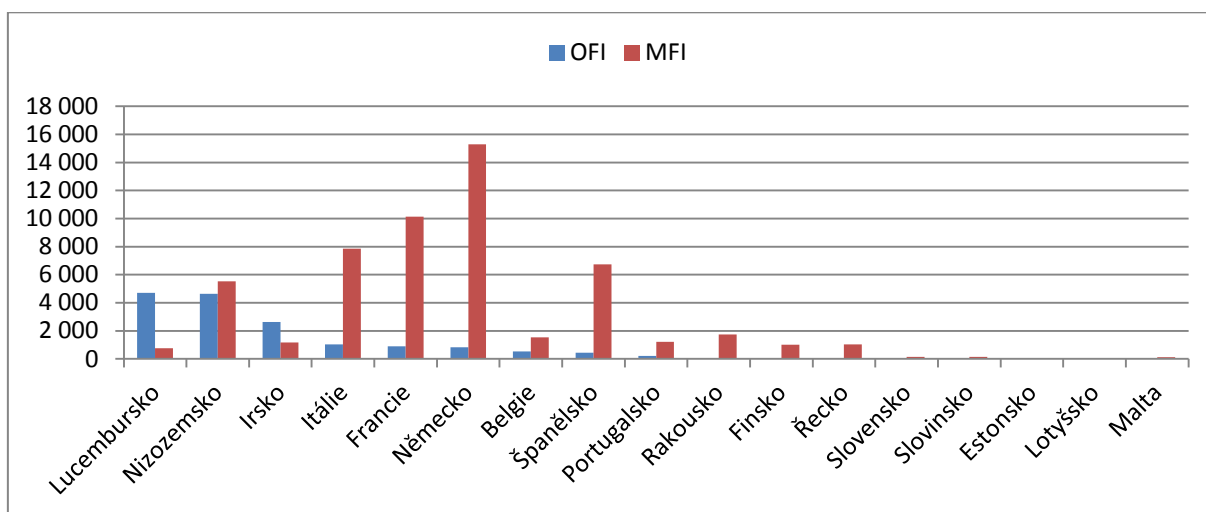
Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Je patrné, že největšího podílu úvěrů OFI ve vztahu k celé eurozóně dosahuje na prvním místě Lucembursko (25,68 %) a na druhém místě Nizozemsko (25,30 %). Třetí zemí s největším podílem úvěrů poskytnutých prostřednictvím OFI je Irsko (14,29 %).

Podíl pohybující se okolo 5 % byl zjištěn u Itálie, Francie a Německa. V případě ostatních zemí je podíl úvěrů zprostředkovaných OFI ve vztahu k celé eurozóně již velmi malý a vyjma Belgie, Španělska a Portugalska nedosahuje úrovně ani 1 %.

Pokud se nyní zaměříme na objem úvěrů poskytnutých OFI a na objem úvěrů poskytnutých MFI v jednotlivých zemích, zjistíme, že ve většině zemí značně přesahuje objem úvěrů poskytnutých prostřednictvím MFI, viz graf 4.14. Pouze u dvou zemí, tedy v případě Lucemburska a Irska, přesahuje objem úvěrů poskytnutých OFI, kdy v případě Lucemburska je tento rozdíl nejmarkantnější.

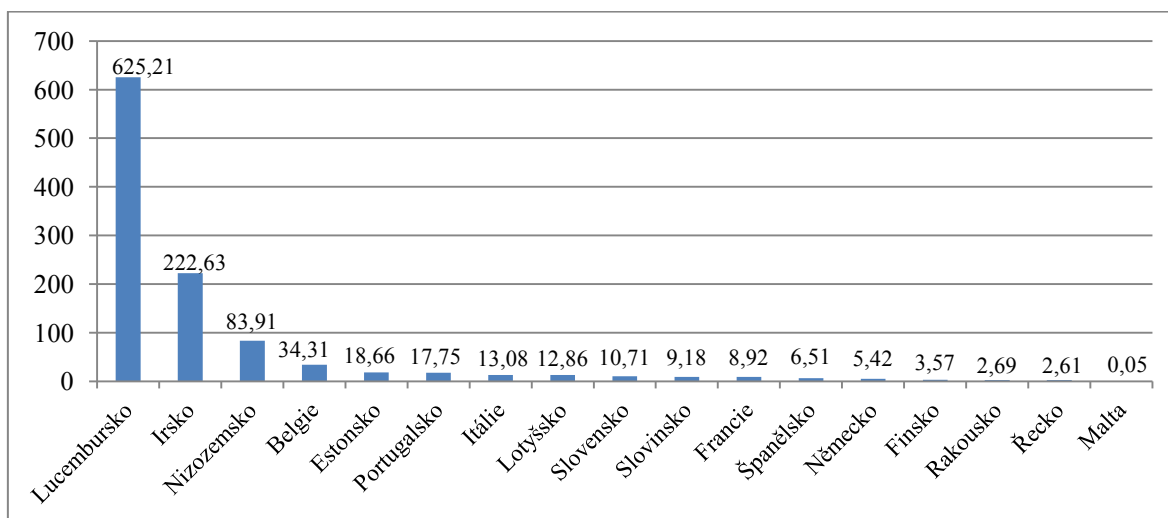
Graf 4.14 Objem poskytnutých úvěrů OFI a MFI v jednotlivých zemích eurozóny v roce 2013 (v miliardách EUR)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Skutečnost, jaký procentuální podíl zaujímají úvěry poskytnuté OFI na úvěrech poskytnutých MFI v jednotlivých zemích ukazuje, graf 4.15. V Lucembursku představuje podíl úvěrů OFI na úvěrech MFI 625,21 %. Lucembursko je tedy zemí, kdy úvěry poskytnuté OFI představují až šestinásobek úvěrů poskytnutých MFI, z čehož vyplývá, že stínový bankovní systém jako zprostředkovatel úvěrů zde má velmi značný význam a zdaleka převyšuje tradiční bankovní systém. Na druhém místě se nachází Irsko, kde podíl úvěrů OFI na úvěrech MFI dosahuje 222,63 %, úvěry poskytnuté OFI zde tedy představují dvojnásobek úvěrů poskytnutých MFI. V Nizozemsku již sice objem úvěrů poskytnutých OFI nepřesahuje objem úvěrů poskytnutých MFI, ale procentuální podíl úvěrů OFI na úvěrech MFI je zde poměrně vysoký (83,91 %). Pokud pomineme vysoké podíly zjištěné v případě Lucemburska, Irska a Nizozemska, v porovnání s ostatními zeměmi je poměrně vysoký podíl úvěrů OFI na úvěrech MFI zjištěn také u Belgie (34,31 %).

Graf 4.15 Podíl poskytnutých úvěrů OFI na úvěrech poskytnutých MFI v jednotlivých zemích eurozóny v roce 2013 (v %)



Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

4.5 Propojení mezi tradičním a stínovým bankovním systémem

Jak uvádí ECB (2009), aby bylo možné identifikovat možnou systémovou významnost stínového bankovního systému, je důležité porozumět propojení mezi stínovým a tradičním bankovním systémem. Pro účely této diplomové práce bude propojení tradičního a stínového bankovního systému demonstrováno na poskytnutých úvěrech prostřednictvím MFI směrem k OFI a na základě vkladů OFI držených v rozvahách MFI (na straně pasiv) a toto propojení bude sledováno pouze na úrovni eurozóny jako celku, jelikož pro jednotlivé členské země eurozóny nejsou k dispozici příslušná data (viz who-to-who statistiky ECB spadající pod sekci EEA statistik).

4.5.1 Úvěry

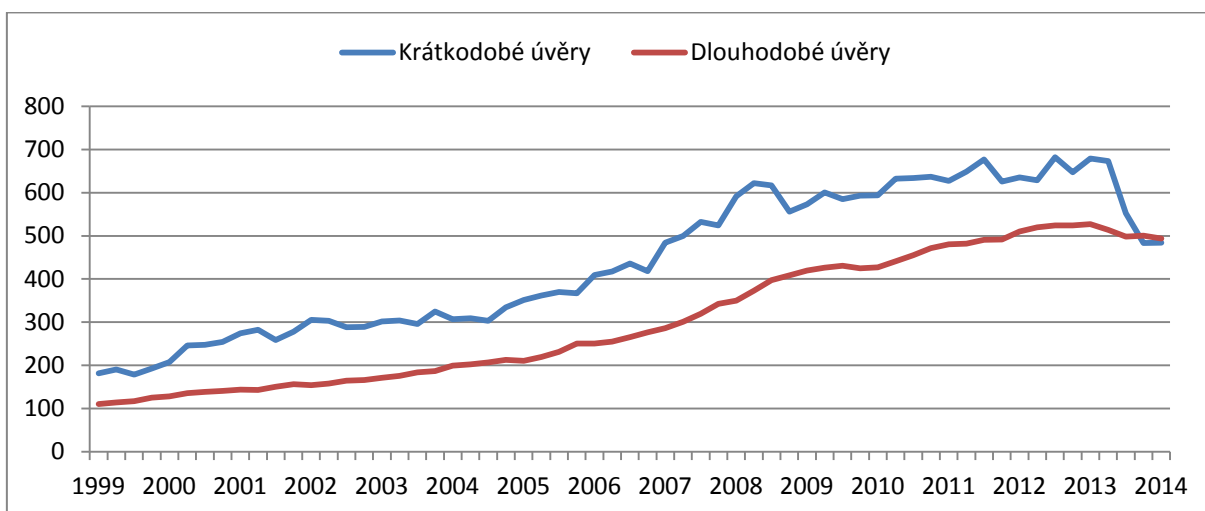
V grafu 4.16 lze pozorovat vývoj objemu poskytnutých krátkodobých¹¹ a dlouhodobých¹² úvěrů MFI směrem k OFI. Objem krátkodobých úvěrů, které MFI poskytly OFI, činil v 1Q/1999 182 miliard EUR a tento objem se výrazně zvyšoval až do 3Q/2008, kdy tento objem dosahoval 617 miliard EUR. Od tohoto okamžiku se objem krátkodobých úvěrů již nezvyšoval tak výrazně a od 2Q/2013 lze pozorovat rapidní pokles objemu krátkodobých úvěrů a v 1Q/2014 dosahoval tento objem 484 miliard EUR. Nicméně objem krátkodobých úvěrů poskytnutých MFI směrem k OFI se během

¹¹ Krátkodobé úvěry s původní dobou splatnosti do 1 roku.

¹² Dlouhodobé úvěry s původní splatností delší než 1 rok.

sledovaného období téměř ztrojnásobil. I v případě objemu dlouhodobých úvěrů, které během sledovaného období poskytly MFI směrem k OFI, lze pozorovat výrazný růst, kdy tento objem byl mezi 1Q/1999 a 1Q/2014 více než čtyřnásobně vyšší. V 1Q/1999 dosahoval hodnoty 110 miliard EUR a v 1Q/2014 již 494 miliard EUR.

Graf 4.16 Vývoj objemu krátkodobých a dlouhodobých úvěrů poskytnutých MFI směrem k OFI od 1Q/1999 do 1Q/2014 (v miliardách EUR)

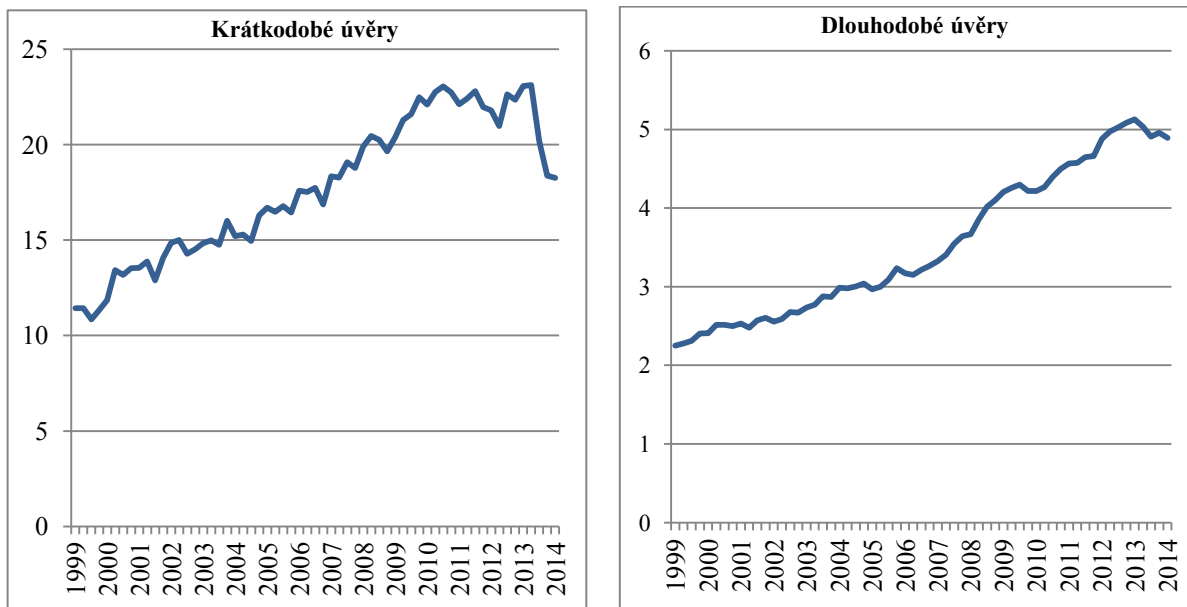


Zdroj: ECB (2015b), vlastní úprava.

Procentuální podíl krátkodobých a dlouhodobých úvěrů poskytnutých MFI směrem k OFI na celkových krátkodobých a dlouhodobých úvěrech MFI¹³ je znázorněn v grafu 4.17. V případě krátkodobých úvěrů tento podíl v 1Q/1999 dosahoval 11,43 % a prudce se zvyšoval, až v 2Q/2013 dosáhl tento podíl svého maxima na úrovni 23,13 %. Po následném prudkém snížení dosahoval podíl krátkodobých úvěrů poskytnutých MFI směrem k OFI v 1Q/2014 18,26 %.

¹³ Celkové krátkodobé a dlouhodobé úvěry poskytnuté MFI zahrnují kromě úvěrů poskytnutých OFI také úvěry poskytnuté domácnostem, nefinančním společnostem, ICPF, vládním institucím a zbytku světa.

Graf 4.17 Vývoj objemu krátkodobých a dlouhodobých úvěrů poskytnutých MFI směrem k OFI (% z celkových krátkodobých a dlouhodobých úvěrů MFI)



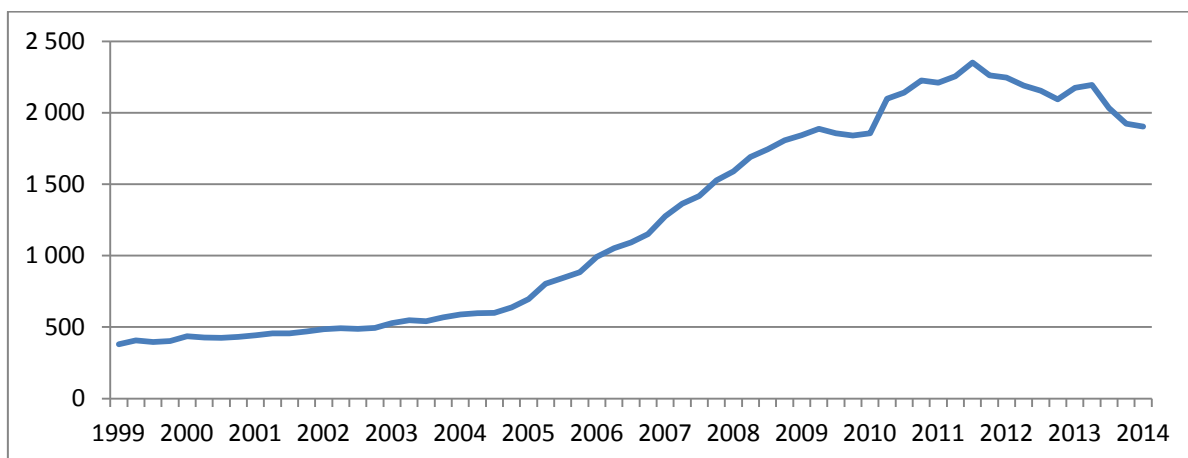
Zdroj: ECB (2015), vlastní úprava.

Podíl dlouhodobých úvěrů poskytnutých MFI směrem k OFI na celkových dlouhodobých úvěrech poskytnutých MFI je poměrně malý, nicméně i v tomto případě je zřetelný růstu tohoto podílu během sledovaného časového období. V 1Q/1999 dosahoval tento podíl úrovně 2,25 % a v 1Q/2014 již 4,89 %.

4.5.2 Vklady

Nyní bude pozornost zaměřena na stranu pasiv rozvah MFI, konkrétně na vklady OFI držené v rozvahách MFI. Z grafu 4.18 lze pozorovat vývoj objemu vkladů OFI u MFI za časové období od 1Q/1999 do 1Q/2014. Z grafu je patrné, že od 1Q/1999 do 4Q/2002 se objem vkladů OFI u MFI pohyboval přibližně okolo úrovně 500 miliard EUR. Od začátku roku 2003 se ovšem tento objem začal zvyšovat, kdy nevýraznější a také nepřerušovaný růst objemu vkladů OFI u MFI je patrný mezi roky 2004 a 2009. Další výraznější růst objemu vkladů OFI u MFI je patrný od 1Q/2010 a maximální hodnota objemu vkladů OFI u MFI byla zjištěna v 3Q/2011 (2 350 miliard EUR). Od této doby lze sledovat pokles objemu vkladů OFI u MFI a v 1Q/2014 tento objem činil 1 903 miliard EUR.

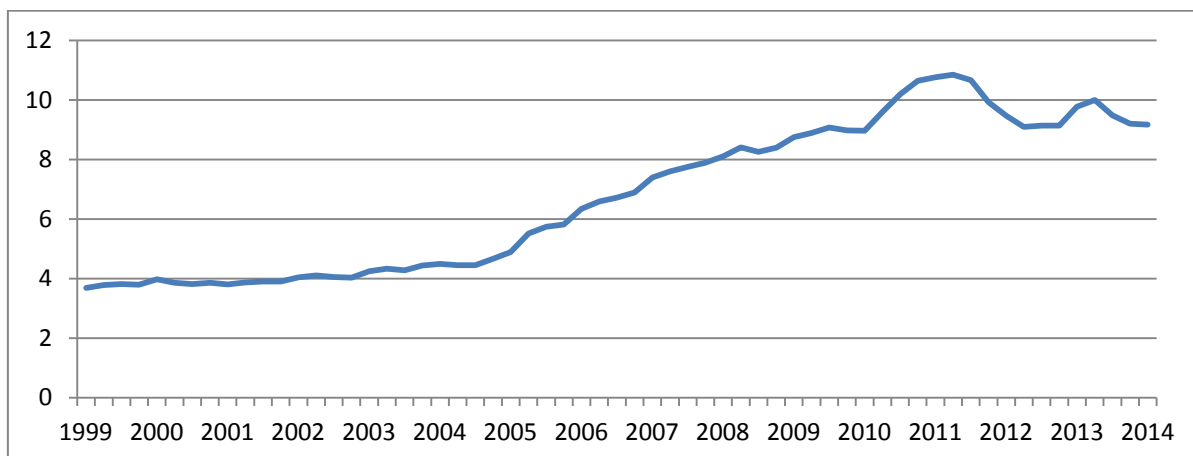
Graf 4.18 Vývoj objemu vkladů OFI u MFI od 1Q/1999 do 1Q/2014 (v miliardách EUR)



Zdroj: ECB (2015), vlastní úprava.

Pokud se zaměříme na vývoj vkladů OFI u MFI jako na procentuální podíl z celkových vkladů v držení MFI¹⁴, lze tento podíl sledovat od 1Q/1999 do 1Q/2014 v grafu 4.19. V 1Q/1999 tvořily vklady OFI u MFI 3,69 % z celkových vkladů v držení MFI. Nejvyšších hodnot dosahoval tento podíl mezi 3Q/2010 a 3Q/2011, kdy se pohyboval okolo 10,60 %. Poté se prudce snížil a na konci sledovaného období, v 1Q/2014, dosahoval podíl vkladů OFI u MFI 9,17 %.

Graf 4.19 Vývoj podílu vkladů OFI u MFI od 1Q/1999 do 1Q/2014 (% z celkových vkladů držených v rozvahách MFI)



Zdroj: ECB (2015), vlastní úprava.

¹⁴Celkové vklady v držení MFI zahrnují kromě vkladů od OFI také vklady od MFI, nefinančních společností, vlády, domácností a zbytku světa.

4.6 Dílčí shrnutí kapitoly

V této kapitole diplomové práce byla zjišťována velikost stínového bankovního systému v eurozóně jako celku a také velikost v jednotlivých zemích eurozóny na základě dat dostupných z online databáze ECB. Pro účely této práce byl stínový bankovní systém reprezentován prostřednictvím OFI a jeho dvou subsektorů, pro které jsou dostupná data, jedná se o investiční fondy (jiné než MMF) a FVC. Tradiční bankovní systém je reprezentován prostřednictvím MFI. Sledováno bylo časové období od 1Q/1999 do 1Q/2014 a v případě jednotlivých zemí byl sledován stav v roce 2013, jelikož ne pro všechny země byly dostupné nejnovější údaje.

Velikost stínového bankovního systému byla v této kapitole odhadována v první řadě na základě velikosti celkových aktiv OFI. Bylo zjištěno, že podíl aktiv OFI na celkových aktivech finančních společností v eurozóně se během sledovaného období zvýšil a na základě toho lze usuzovat o tom, že význam stínového bankovního systému v eurozóně roste. Následně byl sledován vývoj aktiv jednotlivých subsektorů OFI a bylo zjištěno, že investiční fondy (jiné než MMF) tvoří velmi významný podíl na celkových aktivech OFI, v průměru za sledované období 40,46 % a aktiva FVC tvoří již menší část celkových aktiv OFI, v průměru se jedná o 13,15 %. Aktiva ostatních OFI se podílejí na celkových aktivech OFI v průměru 46,45 %. V případě jednotlivých zemí byl zjišťován podíl jejich aktiv OFI v na celkových aktivech OFI v eurozóně a bylo zjištěno, že největší podíl aktiv OFI je koncentrován v Lucembursku, Nizozemsku a Německu a Irsku. Dále byla sledována koncentrace stínového bankovního systému na úrovni jednotlivých zemí, a to na základě podílu aktiv OFI na aktivech MFI v dané zemi. V tomto případě byla největší koncentrace aktiv OFI zjištěna v případě Lucemburska, Irska, Nizozemska a Německa. Aktiva subsektorů OFI, tedy aktiva investičních fondů (jiných než MMF), byla v porovnání s eurozónou nejvíce koncentrována v Lucembursku, Německu, Irsku a Francii a aktiva FVC v Irsku, Nizozemsku a Itálii.

Velikost stínového bankovního systému byla také odhadována na základě objemu celkových poskytnutých úvěrů prostřednictvím OFI. Na základě podílu poskytnutých úvěrů prostřednictvím OFI na úvěrech poskytnutých MFI, který se během sledovaného období téměř zdvojnásobil, bylo zjištěno, že stínový bankovní systém jako poskytovatel úvěrů nabývá na významu. V případě jednotlivých zemí byl zjištěn největší podíl poskytnutých úvěrů OFI na úvěrech poskytnutých OFI v eurozóně v Lucembursku, Nizozemsku a Irsku. Na úrovni jednotlivých zemí dosahoval největšího podílu

poskytnutých úvěrů OFI na úvěrech poskytnutých MFI Lucembursko, kde úvěry poskytnuté OFI představovaly v roce 2013 až šestinásobek úvěrů poskytnutých MFI. Na druhém místě se nachází Irsko, s téměř dvojnásobkem úvěrů poskytnutých prostřednictvím OFI. Třetí zemí v pořadí je Nizozemsko, kde byl jistěn podíl úvěrů OFI na úvěrech MFI 83,91 %.

V závěru této kapitoly bylo sledováno rostoucí propojení tradičního a stínového bankovního systému, a to na základě poskytnutých úvěrů MFI směrem k OFI, a na základě vkladů OFI držených v rozvahách MFI. Tento vývoj byl sledován pouze na úrovni eurozóny jako celku, jelikož pro jednotlivé země nejsou k dispozici příslušná data a bylo zjištěno, že se tradiční bankovní systém během sledovaného období čím dál více angažoval ve financování stínového bankovního systému, zvláště prostřednictvím krátkodobých úvěrů. Objem krátkodobých úvěrů poskytnutých prostřednictvím MFI směrem k OFI činil v 1Q/1999 182 miliard EUR a v 1Q/2014 již 494 miliard EUR. Zvyšoval se také podíl úvěrů poskytnutých MFI směrem k OFI na celkových úvěrech zprostředkovaných skrze MFI, a to z 11,43 % v 1Q/2014 na 18,26 % v 1Q/2014. Pozorován byl také růst objemů vkladů OFI držených v rozvahách MFI, kdy se tento objem za sledované období téměř zčtyřnásobil.

5 Závěr

Cílem této práce bylo zhodnotit velikost stínového bankovního systému v eurozóně jako celku a následně v jednotlivých členských zemích eurozóny. Velikost stínového bankovního systému byla v případě eurozóny hodnocena za sledované časové období od 1Q/1999 do 1Q/2014 a v případě jednotlivých členských zemí byl z důvodu omezené dostupnosti dat sledován stav v roce 2013.

V rámci pěti kapitol zahrnutých v této diplomové práci, kdy první kapitola představuje úvod a pátá závěr, byla v první řadě pozornost věnována samotnému vymezení pojmu stínového bankovníctví. I přes probíhající diskuzi na toto téma prozatím neexistuje přesná a všeobecně akceptovaná definice stínového bankovního systému. Za koordinátora této diskuze je považována FSB, která tento novodobý fenomén obecně definuje jako *„systém zprostředkování úvěrů, který zahrnuje entity a aktivity mimo řádný bankovní systém“* (FSB 2011a, s. 1). Lze říci, že stínový bankovní systém je postaven na dvou propojených pilířích, kdy první pilíř představuje subjekty působící mimo tradiční bankovní systém a které jsou zapojeny do činností jako je přijímání finančních prostředků jež mají vlastnosti vkladů, transformace splatnosti či likvidity, převádění úvěrového rizika a využívání pákového efektu. Druhý pilíř stojí na činnostech, které mohou představovat významné zdroje financování nebankovních subjektů, kdy se jedná o sekuritizaci, repo operace a půjčování cenných papírů.

V rámci stínového bankovního systému dochází ke zprostředkování úvěrů prostřednictvím jiných kanálů, než které jsou využívány v případě tradičního bankovního systému. Tento způsob zprostředkování s sebou nese celou řadu výhod, může přispívat k financování reálné ekonomiky a nabízí například investorům alternativu k tradičním bankovním vkladům, ale zároveň se může stát významným zdrojem systémového rizika. Stínový bankovní systém může představovat potenciální hrozbu pro celý finanční systém zvláště pak v důsledku neřízené úpadku subjektů stínového bankovníctví, které jsou často velmi úzce spojeny s tradičním bankovním systémem. V důsledku toho, že subjekty a činnosti stínového bankovního systému nepodléhají stejnému dohledu a regulaci jako tradiční bankovní systém, se toto riziko ještě více zvyšuje a může mít za následek nestabilitu celého finančního systému, což se ostatně potvrdilo během nedávné světové finanční krize v roce 2009. Toto je hlavním důvodem, proč se různé finanční autority po celém světě začaly o vymezení subjektů a činností stínového bankovníctví a jeho regulaci více zajímat. Čím dál více se také rozvíjejí snahy o statistické pokrytí subjektů a činností

stínového bankovního systému, kdy takto shromážděná data by pomohla odhadnout velikost stínového bankovního systému v daných regionech či zemích.

Jelikož je hlavní úloha v rozvoji stínového bankovního systému připisována sekuritizaci, která je také považována za klíčovou činnost pro proces zprostředkování úvěrů v systému stínového bankovníctví, byla její charakteristice věnována celá třetí kapitola této práce. Sekuritizace je proces, během kterého jsou sdružovány úvěry, pohledávky a jiná finanční aktiva do tzv. poolu aktiv, kdy tento pool aktiv je následně prodáván zpravidla subjektům stínového bankovníctví (např. SPV). SPV emituje obchodovatelné cenné papíry, kryté tímto poolem aktiv, které bývají označovány jako ABS. Tyto ABS lze dále dělit dle typu podkladového aktiva, a jedná se o strukturované finanční produkty.

Rozvoj sekuritizace je na území Evropy pozorován od konce 90. let 20. století a výrazně změnil podstatu finančního zprostředkování. Rozvoj sekuritizace a s tím spojený rozvoj strukturovaných finančních produktů zapříčinil přechod bank od tradičně přijímaného OTH modelu, kdy banky poskytnuté půjčky držely ve svých rozvahách až do doby splatnosti k tzv. OTD modelu, kdy banky poskytnuté půjčky dále prodávaly investorům prostřednictvím různých forem speciálních účelových firem (tedy prostřednictvím subjektů stínového bankovníctví). OTD model je tedy založen na využívání technik sekuritizace, která umožňuje bankám zbavit se nelikvidních aktiv jejich prodejem SPV, či jinému subjektu zřízenému za tímto účelem. V rámci třetí kapitoly byl také pozorován vývoj sekuritizace na území Evropy a bylo zjištěno, že sekuritizace v Evropě nedosahuje zdaleka takového objemu jako v případě USA a v případě obou regionů lze pozorovat výrazný tlumící účinek světové finanční krize na emisi strukturovaných finančních produktů vzniklých procesem sekuritizace. V případě jednotlivých států eurozóny, byl zjištěn největší objem emise sekuritizovaných produktů vůči HDP v případě Nizozemska, Irska, Španělska a Portugalska. Oproti tomu nejnižší objemy emitovaných strukturovaných finančních produktů dosahuje Německo a Francie.

Stínový bankovní systém se rozrostl právě na pozadí sekuritizace a samotnému vývoji a velikosti stínového bankovního systému v eurozóně jako celku a v jednotlivých zemích eurozóny byla věnována čtvrtá kapitola této diplomové práce. Jelikož se analýza velikosti stínového bankovního systému zakládala na dostupných datech pocházejících z online databáze ECB, byl stínový bankovní systém reprezentován prostřednictvím OFI a jejich dvou subsektorů, pro které jsou dostupné rozvahové údaje. Jedná se o investiční fondy

(jiné než MMF) a FVC, které představují jistou formu SPV a jedná se finanční společnosti zabývající se sekuritizací. Tradiční bankovní systém byl reprezentován prostřednictvím MFI.

Pro účely této práce byla velikost stínového bankovního systému odhadována na základě objemu aktiv, kterými disponuje stínový bankovní systém a také na základě objemu úvěrů zprostředkovaných stínovým bankovním systémem. Objem aktiv a úvěrů stínového bankovního systému byl následně porovnáván s objemem aktiv a úvěrů tradičního bankovního systému a vypočítaný podíl byl považován za indikátor velikosti stínového bankovního systému jak v případě eurozóny jako celku, tak v případě jednotlivých zemí.

Na základě údajů a grafů uvedených ve 4 kapitole této práce lze vypořádat, že jak objem aktiv, tak objem poskytnutých úvěrů zprostředkovaných stínovým bankovním systémem za sledované období rostl a zvyšoval se i podíl aktiv a úvěrů stínového bankovního systému na aktivech a úvěrech tradičního bankovního systému. Z tohoto vývoje lze usuzovat o stále rostoucím významu stínového bankovního systému v eurozóně.

Dalším závěrem je, že ačkoli význam stínového bankovního systému v eurozóně jako celku během sledovaného období rostl, v případě většiny zemí eurozóny zůstává i nadále stínový bankovní systém výrazně menší, než tradiční bankovní systém. Výjimkou jsou pouze dvě země, u kterých byla zjištěna převaha stínového bankovního systému nad tradičním bankovním systémem, a to jak v případě objemu aktiv, tak v případě objemu poskytnutých úvěrů. Jedná se Lucembursko a Irsko a mezi státy, kde je stínový bankovní systém také významný ačkoli není dominantní, patří Nizozemsko. Tyto tři země se také nevyšší měrou podílejí na celkových aktivech a úvěrech zprostředkovaných stínovým bankovním systémem ve vztahu k eurozóně jako celku.

V závěru čtvrté kapitoly bylo sledováno propojení tradičního a stínového bankovního systému, a to na základě poskytnutých krátkodobých a dlouhodobých úvěrů MFI směrem k OFI, a na základě vkladů OFI držených v rozvahách MFI. Tento vývoj byl sledován pouze na úrovni eurozóny jako celku, jelikož pro jednotlivé země nejsou k dispozici příslušná data a bylo zjištěno, že tradiční bankovní systém se během sledovaného období čím dál tím více angažoval ve financování stínového bankovního systému, zvláště pak prostřednictvím poskytnutých krátkodobých úvěrů, kde se tento objem za sledované období téměř ztrojnásobil. Pozorován byl také zvyšující se podíl úvěrů poskytnutých MFI

směrem k OFI na celkových úvěrech poskytnutých prostřednictvím MFI, kdy se tento podíl za sledované období zvýšil z 11,43 % na 18,26 %. Pozornost byla také zaměřena na stranu pasiv MFI, kdy byl pozorován vývoj objemu vkladů OFI. I v případě objemu vkladů stínového bankovního systému držených v rozvahách tradičního bankovního systému byl pozorován značný růst, a to zvláště v období mezi lety 2004 a 2009.

Na základě rostoucího významu stínového bankovního systému v eurozóně a taky díky rostoucímu vzájemnému propojení mezi oběma systémy je důležité tento stínový systém pečlivě sledovat, monitorovat a snažit se o detailnější statistické pokrytí jeho subjektů a činností. Jak již bylo řečeno v této práci, stínový bankovní systém s sebou nese celou řadu výhod, ale může se stát i významným zdrojem systémového rizika, jeho subjekty a činnosti se mnou v čase velmi rychle měnit a vyvíjet. Z tohoto důvodu je pro finanční autority toto téma do jisté míry velkou výzvou, ať už v otázkách definice subjektů a činností spadající pod tento stínový systém, či v otázkách regulace tohoto stínového bankovního systému, která se ukázala jako klíčový nedostatek, který se stal jedním z významných zdrojů nestability celého světového finančního systému během světové finanční krize.

Seznam použité literatury

a) Odborné knihy

FABOZZI, Frank J., DAVIS, Henry A. and Moorad CHOUDHRY. *Introduction to Structured Finance*. Hoboken: Wiley, 2006. 385 s. ISBN 978-0-470-04535-0.

FABOZZI, Frank J. and Vinod KOTHARI. *Introduction to Securitization*. Hoboken: Wiley, 2008. 366 s. ISBN 978-0-470-37190-9.

JÍLEK, Josef. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. Praha: Grada Publishing, 2006. ISBN 80-247-1826.

KAŠPAROVSKÁ, Vlasta. *Řízení obchodních bank: vybrané kapitoly*. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-381-7.

KISLINGEROVÁ, Eva et al. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. Praha: C. H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-847-9.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2014. ISBN: 978-80-247-3671-6.

SCHÖNFELD, Jaroslav. *Moderní pohled na oceňování pohledávek: problém aktiv zvláště v insolvenčním řízení*. Praha: C. H. Beck, 2011. ISBN 978-80-7400-302-8.

b) Článek v odborném časopise (periodiku) nebo ve sborníku z konference

ADRIAN, Tobias and Hyun Song SHIN. The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* [online]. 2010, no. 439 [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/ar2010.pdf>

BAKK-SIMON, Klara, BORGIOLIA, Stefano, GIRON, Celestino, HEMPELL, Hannah S., MADDALONI, Angela, RECINE, Fabio a Simonetta ROSATI. Shadow Banking in the Euro Area: an Overview. *Occasional Paper* [online]. 2012, no. 133 [cit. 7. 12. 2014]. ISSN 1725-6534. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf>

FABOZZI, Frank J. and Vinod KOTHARI. Securitization: The Tool of Financial Transformation. *Yale International Center for Finance* [online]. 2007, no. 07 [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=997079

GANDHI, R. Danger Posed by Shadow Banking Systems to the Global Financial System – the Indian Case [online]. In: *International Conference „Governance & Development:*

Views from G20 Countries“. Mumbai, 2014, [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z:
<http://www.bis.org/review/r140827b.pdf>

GHOSH, Swati, GONZALEZ, del Manzo and Inci ÖTKER-ROBE. Chasing the Shadows: How Significant Is Shadow Banking in Emerging markets? *The World Bank Economic Premise* [online]. 2012, no. 88, p. 1-7 [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z:
<http://econpapers.repec.org/scripts/showcites.pf?h=repec:wbk:prmecp:ep88>

JOBST, Andreas. What is Securitization? *Finance nad Development* [online]. 2008, vol. 45, no. 3, p. 48-49. [cit. 2015-02-24]. Dostupné z:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/basics.htm>

KARA, Alper, MARQUES-IBANEZ, David and Steven ORGENA. Securitization and lending standards: Evidence from the Wholesale Loan Market. *European Banking Center Discussion Paper* [online]. 2011, no. 2011-020. [cit. 2015-02-24]. ISSN 0924-7815. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1362.pdf>

KUČEROVÁ, Zuzana. Monitoring the Shadow Banking Sector in the Euro Area. In: 12th *International Scientific Conference „Economic Policy in the European Union member Countries*“. Silesian University in Opava, School of Bussines Administration in Karvina, 2014. ISBN 978-80-7510-045-0.

MULLER, Patrice, BISHOP, Graham, DEVNANI, Shaan, LEWIS, Mark and Rohit LADHER. Non-bank Financial Institutions: Assessment of their Impact on the Stability of the Financial System. *European Economy – Economic Papers* [online]. 2012, no. 472. [cit. 7. 12. 2014]. ISSN 1725-3187. Dostupné z:
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/ecp472_en.htm

POZSAR, Zoltan, ADRIAN, Tobias, ASHCRAFT, Adam and Hayley BOESKY. Shadow Banking. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* [online]. 2012, no. 458, [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf

RIXTEL, A. R. J. M. Adrian and Sarai CRIADO. The Contribution of Structured Finance to the Financial Crisis – an Introductory Overview. In: Robert KOLB. *Lessons From the Finanacial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*. Wiley, 2012. 667 s. ISBN 978-0-470-56177-5.

c) *Elektronické dokumenty a ostatní*

- AGRESTI, Anna, ISRAËL, Jean-Marc and Clive JACKSON. *Non-Bank Financial Intermediation in the Euro Area: Current Challenges for Harmonized Statistics* [online]. 2013, vol., p. 62-66 . [cit 2015-04-20].]. Dostupné z: http://businessperspectives.org/journals_free/bbs/2013/BBS_en_2013_04_Agresti.pdf
- ARQUIÉ, Axelle and Patrick ARTUS. *Measuring the Shadow Banking in the Euro Area: What Does the ECB Know* [online]. 2012 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/jobmarket-2paper-arquie-pse.pdf>
- ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE. *Securitisation Data Report Q3: 2014* [online]. AFME, 2014 [cit. 2015-02-28]. Dostupné z: <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589952453>
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Basel committee on Banking Supervision* [online]. Switzerland: BIS, 2014. [cit. 7. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.bis.org/bcbs/>
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Basel Committee on Banking Supervision. The Joint Forum: Report on Special Purpose Entities* [online]. Switzerland: BIS, 2009. [cit. 2014-12-07]. ISBN: 92-9197-806-X. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/joint23.pdf>
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Asset Transfers and Securitization* [online]. Switzerland: BIS, 1992. [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/bcbssc124.pdf>
- CASTRO, Juan. *Stanovisko specializované sekce Jednotný trh, výroba a spotřeba k zelené knize o stínovém bankovníctví*. Evropský hospodářský a sociální výbor [online]. Brusel, 2014 [cit. 2014-02-24]. Dostupné z: <http://eescopinions.eesc.europa.eu/eescopiniondocument.aspx?language=cs&docnr=1253&year=2012>
- EUROPEAN COMMISSION. *Commission Staf Working Document: Regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds* [online]. Brussels: OC, 2013 [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/money-market-funds/130904_impact-assessment_en.pdf

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Statistical Data Warehouse: Monetary Statistics* [online]. ECB, 2015a [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003503>

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Statistical Data Warehouse: Euro Area Accounts* [online]. ECB, 2015a [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002340>

EUROPEAN CENTRAL BANK. *List of Financial Institutions* [online]. ECB, 2015c [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/html/index.en.html>

EUROPEAN CENTRAL BANK. *The Incentive structure of „Originate and Distribute“ Model* [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2008a [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/incentivestructureoriginateddistributedmodel200812en.pdf>

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Securitisation in the Euro Area* [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2008b [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200802en.pdf>

EUROPEAN SECURITISATION FORUM. *European Securitisation a Resource Guide* [online]. New York: ESF, 1999. [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/resourceguide.pdf>

EVROPSKÁ KOMISE. *Zelená kniha stínového bankovníctví* [online]. Brusel, 2012 [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_cs.pdf

EUROSTAT. *Database – Economy and Finance* [online]. 2015 [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

FABOZZI, Frank J. and Steven MANN. *The Handbook of Fixed Income Securities*. McGraw-Hill, 2005. [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <http://students.ceid.upatras.gr/~aggelidis/mort.pdf>

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014* [online]. Switzerland: FSB, 30. 10. 2014 [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141030.pdf?page_moved=1

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations* [online]. Switzerland: FSB, 2013a [cit.

6. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf?page_moved=1

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities* [online]. Switzerland: FSB, 29. 8. 2013b [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf?page_moved=1

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues* [online]. Switzerland: FSB, 2012a [cit. 8. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_120427.pdf?page_moved=1

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012* [online]. Switzerland: FSB, 2012b [cit. 8. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_121118c.pdf

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Shadow Banking: Scoping the Issues* [online]. Switzerland: FSB, 2011a [cit. 6. 11. 2014]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Recommendations of the Financial Stability Board* [online]. Switzerland: FBS, 2011b [cit. 6. 11. 2014]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1

HOUSE OF COMMONS TREASURY COMMITTEE. Financial Stability and Transparency [online]. 2010, no. 152 [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200708/cmselect/cmtreasy/57/5715.htm>

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. *Shadow Banking: A Forward-looking Framework for Effective Policy* [online]. Washington, D.C : IIF, 2012 [cit. 7. 12. 2012]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/shadow/individual-others/iif_en.pdf

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. *Repo market* [online]. London: ICMA, 2014 [cit. 7. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/repo/>

KABELÍK, Karel. *Stínové bankovníctví*. ČESKÁ BANKOVNÍ ASOCIACE [online]. Praha: ČBA, 2014 [cit. 2014-11-20]. Dostupné z: <https://www.czech-ba.cz/cs/stinove-bankovnictvi>

KAMENÍKOVÁ, Blanka. *Sekuritizace jako nástroj efektivního financování ekonomických subjektů v tržních podmínkách ČR*. Zlín, 2011. Disertační práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky.

OZFOREX. *Historical Rates* [online]. 2015 [cit. 6. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.ozforex.com.au/forex-tools/historical-rate-tools>

SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. Table of Contests [online]. SIFMA, 2015 [cit. 2015-02-28]. Dostupné z: <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:FxsIqkz3yqkJ:www.sifma.org/uploadedfiles/research/statistics/statisticsfiles/sf-europe-securitisation-afme-sifma.xls+&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz>

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options* [online]. Madrid: IOSCO, 2014. [cit. 7. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/affairs/AffairsIOSCO/201205/P020120503381074840200.pdf

TOMŠÍK, Vladimír. *Jak Basel III ovlivní podnikatelskou činnost a řízení bank* [online]. Praha: ČNB, 31. květen 2011 [cit. 7. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Tomsik_20110531_Basel_III.pdf

U. S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Hedge Funds. *Investor Bulletin* [online]. Washington, D.C.: SEC, 2013 no. 139 vol. 2 [cit. 7. 12. 2014]. Dostupné z: http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_hedgefunds.pdf

Seznam zkratek

FSB	Rada pro finanční stabilitu (<i>Financial Stability Board</i>)
IFF	Mezinárodní finanční institut (<i>Institute of International Finance</i>)
ABCP	Komerční cenné papíry zajištěné aktivy (<i>Asset Backed Commercial Paper</i>)
ABS	Cenné papíry zajištěné aktivy (<i>Asset Backed Security</i>)
CDO	Zajištěné dluhové obligace (<i>Collateralized Debt Obligation</i>)
SPE	Speciální účelové jednotky (<i>Special Purpose Entities</i>)
SPV	Speciální účelové firmy (<i>Special Purpose Vehicles</i>)
SIV	Zvláštní investiční jednotky (<i>Special Investment Vehicles</i>)
NBFI	Nebankovní finanční instituce (<i>Non Bank Financial Institutions</i>)
OFI	Ostatní finanční zprostředkovatelé (<i>Other Financial Intermediaries</i>)
IOSCO	Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (<i>The International Organization of Securities Commissions</i>)
MMF	Fondy peněžního trhu (<i>Money Market Funds</i>)
SEC	Americká komise pro cenné papíry (<i>U. S. Securities and Exchange Commission</i>)
BIS	Banka pro mezinárodní vypořádání (<i>Bank for International Settlements</i>)
BCBS	Basilejský výbor pro bankovní dohled (<i>Basel Committee on Banking Supervision</i>)
ECB	Evropská centrální banka (<i>European Central Bank</i>)
EBA	Evropský orgán pro bankovnínictví (<i>European Banking Authority</i>)
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (<i>European Securities and Market Authority</i>)
EIOPA	Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>)
ESRB	Evropská rada pro systémová rizika (<i>European Systemic Risk Board</i>)
OTH	Originate-to-Hold model

OTD	Originate-to-Distribute model
AFME	Asociace pro finanční trhy v Evropě (<i>Assecciation for Financial Markets in Europe</i>)
SIFMA	Asociace pro trhy cenných papírů a finanční trhy (<i>Securities Industry and Financial markets Association</i>)
CDS	Swap úvěrového selhání (<i>Credit Default Swap</i>)
MBS	Hypoteční zástavní listy (<i>Mortgage-Backet Securities</i>)
RMBS	Rezidentské hypoteční zástavní listy (<i>Residential Mortgage-Backed Securitites</i>)
CMBS	Komerční hypoteční zástavní listy (<i>Commercial Mortgage-Backet Securities</i>)
CBO	Zajištěné dluhové obligace s podkladovými aktivy ve formě dluhopisů (<i>Collateralized Bond Obligations</i>)
CLO	Zajištěné dluhové obligace s podkladovými aktivy ve formě bankovních úvěrů (<i>Collateralized Loan Obligations</i>)
GSE	Vládou sponzorované organizace (<i>Government-Sponsored Enterprises</i>)
EU	Evropská unie (<i>European Union</i>)
USA	Spojené státy americké (<i>The United States of Amerika</i>)
SME	Malé a střední podniky (<i>Small and Medium-Sized Enterprises</i>)
WBS	Whole Bussines Securitisation
FVC	Finanční společnosti zabývající se sekuritizací (<i>Financial Vehicle Corporation</i>)
EAA	Finanční účty eurozóny (<i>Euro Area Acounts</i>)
MFI	Měnové finanční instituce (<i>Monetary Financial Institutions</i>)
ICPF	Pojišťovny a penzijní fondy (<i>Insurance Corporations and Pension Funds</i>)
FCL	Finanční instituce poskytující půjčky (<i>Financial Corporations engaged in Lending</i>)

SDD	Dealeři cenných papírů a finančních derivátů (<i>Securities and Derivative Dealer</i>)
CCP	Protistrany provádějící vypořádání obchodů (<i>Central Clearing Counterparties</i>)
EUR	Euro
USD	Americký dolar

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60- školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne... 15. 4. 2015

.....
Petra Velešíková

Seznam příloh

- Příloha 1: Objem emitovaných cenných papírů v Evropě dle typu zajištění
(v miliardách USD)
- Příloha 2: Vývoj sekuritizace ve vybraných evropských zemích v letech 2001 až 2014
(v miliónech USD a v %)